全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关闭华尔街

1914年金融危机和美元霸权的崛起

[美] 威廉·西尔伯（William L. Silber）◎著
刁琳琳 余 江◎译



WHEN WASHINGTON SHUT DOWN WALL STREET

The Great Financial Crisis of 1914 and the Origins of America's Monetary Supremacy

中信出版集团

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

献给我爱的塔利亚、约瑟夫、莱奥拉、
乔舒亚、达尼埃尔、雅各布、
阿里安娜、杰克、贝丽卡、埃文和莉莲。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1914年8月,美国决定暂停黄金支付，即使打算不久后就恢复，当时的我们也不能确定随后的美国金融史会不会因此而完全改写。

——亚历山大·诺耶斯（Alexander Noyes），《战时美国财政》（*The War Period of American Finance*），1926年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序

中信出版社请我为此译著作序，我欣然命笔。

事出有因。一个偶然的机会，我和中信出版社的同志提起这本书，建议如果国内尚未出版可以组织翻译，向国内读者介绍一段鲜为人知的国际金融史。初次见到这本书大概是在国际金融危机爆发之际的2009年初，当时我在伦敦参加G20（二十国集团）峰会项下相关工作机制会议，会议间歇时在书店里看到它。当时我在中国人民银行金融研究所工作，看了这本书后，曾想亲手翻译出来，向国内读者介绍这段历史。不久后我工作调整到了金融稳定局，抽不出时间来做这件事，也就作罢。在准备本序言的过程中，我重温了原书，感到这本译作的出版对我们了解国际金融发展史、思考我国金融改革开放、发展稳定以及我国金融业如何更好地融入国际体系具有积极的意义。

这本书的核心人物是麦卡杜（William Gibbs McAdoo），美国第46任财政部长（任期为1913—1918年）。[1]——他作为财政部长，根据当时的《联邦储备法案》，也是当然的美联储主席。[2]——他主持了美联储的筹备、设立和初期的运转。作者在书中提到，在美联储的官方网站上，似乎有意无意把麦卡杜从历任主席名单中省略掉了。[3]——书中对其中的原因有所暗示，特别指出，在《联邦储备法案》的立法过程中，麦卡杜曾经尝试要把美联储定位为财政部下属的一个局，从而使美联储成为一个好用的政治工具。威尔逊总统没有采纳这个意见。

美国在第一次世界大战爆发之际即1914年7月底至8月初，面临一场重大金融危机。在当年7月的最后一周，英国和法国投资者开始清仓所持美国证券。他们准备把出售证券所得到的美元在美国兑换成黄金，运回欧洲以应付战争开支。如任其发展，就会耗尽支撑美元的黄金储备，可能引发美国金融市场乃至美国经济的动荡和萧条。而欧洲人随后就可能以极低的价格从美国购买战争所需物资和原材料，到时美国为了恢复经济增长将不得不接受低价的采购。在当时，放弃或中止金本位不是一个现实的选项，那样做会严重影响美国成为国际金融领导者的目标。1907年的金融恐慌已经损害了美国的国际声誉。《联

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

邦储备法案》虽然在1913年就成为法律并已生效，但因各种耽搁，第一次世界大战爆发时美联储还只是一份蓝图，尚未开张。金融救助责任当然落在了财政部长身上，更何况这位财政部长还兼职美联储主席，负有筹建美联储的第一责任。

面对这一局面，麦卡杜采取了大胆粗暴的行动。他一方面维持了美元的金本位不变，同时做出安排，史无前例也很可能后无来者地把纽约证券交易所（以下简称纽交所）关闭了长达四个月之久，以阻止欧洲投资者变现所持有的美国证券并兑换成黄金运回本国。除了在证券市场吸收了大量外国投资，美国在1914年还是个净债务国。当时，欧洲主要国家和金融机构持有大量的美国债务，既有公共债务比如纽约市的市政贷款，又有私营部门债务，这些债务不少将在当年年内到期（特别是欧洲银团给纽约市的贷款），构成另外一个黄金外流的威胁。为了避免1907年的金融恐慌重演，[4]——麦卡杜只得借助《奥尔德里奇-弗里兰法案》（*Aldrich-Vreeland Act*）[5]——中的紧急货币条款向银行体系提供大量纸币，以防止银行因挤兑而大面积关门，获得流动性注入的银行必须拿出合格的证券或票据甚至仓单作为抵押品。这也是该法案条款被用到的唯一一次。他还支持摩根财团牵头的银团对即将到期的纽约市所欠欧洲的巨额债务组织借新还旧，并允许这些新的银团贷款用作对银行发放紧急货币的抵押物，从而扩大了纽约市政债作为抵押品的规模上限。[6]——因此，在祭出上述举措外，麦卡杜还安排了退出计划，这是基于经贸基本面的计划。为了这些临时措施的适时退出，麦卡杜组织大批商船把美国的谷物和棉花及其他货物运到欧洲市场，以扩大出口。为了减少战时国际海运的风险，经国会授权在财政部成立战争风险保险局，为所有在美国注册的商船提供保险，鼓励出口，改善国际收支条件。这为美国翻身成为净债权国奠定了经济基本面基础。

麦卡杜早年从事律师工作，后来兴办企业。在历经几次经商失败后，他在纽约经营一家铁路公司并于1908年成功完成了连接曼哈顿和新泽西州的西哈得孙河底铁路线的建设。当他1913年就任美国第46任财政部长时，其本人既没有经济理论上的专业训练，也没有从事金融方面的实务经验，当然也就没有什么条条框框。在危机应对中，他的企业家本能得到了充分发挥。其企业家本能还体现在对市场需求的尊重和理解。纽交所关闭后，原本在纽交所挂牌的一些证券开始在场外市场（New York Curb Market）[7]——上交易，纽交所的五人委员会为了堵塞这一漏洞以及保护自己的地盘，曾采取了一些抑制措施，但很难完全堵死场外市场的交易活动。不久，纽交所为了自身利益也利用其附属清算系统低调地进行买卖双方的撮合交易或协议转让。麦

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卡杜对这两类违反证券交易禁令的行为采取了睁一只眼闭一只眼的态度，当过企业家的麦卡杜深知这类“慢撒气”式的交易活动可以起到缓冲重开交易所的市场压力和阻止市场主体公开抗议的作用。

这本书还以独特视角描绘了美联储筹建开业过程中麦卡杜和几位候任美联储理事和联储银行行长之间的争执和分歧。美联储的最终开业必须等到经济金融形势企稳，美元对英镑的汇率恢复甚至超过第一次世界大战开战前的正常水平，黄金跨境流动基本平衡甚至产生入超时（1914年11月16日）才能启动，而危机的应对和演变也使美联储及地区联储银行的早日开业变得更加迫切。纽交所最终恢复交易也要等待美联储体系开张运转后。当然，美联储在其成立后的头20年，特别是两次世界大战之间和大萧条期间，因经验不足和脱离实际而加剧国际国内经济混乱局面的严重性，则是另外一个话题。

作者认为，麦卡杜大胆行动的智慧和历史影响怎么强调都不为过。麦卡杜的果断行动的第一个效果是避免了美国金融和股票市场的立刻恐慌和崩盘。它也为全球经济实力平衡从欧洲向美国发生历史性和决定性的转移奠定了基础，这个转移正好就在第一次世界大战期间发生。因为麦卡杜的行动，交战国的投资者在战事开始时无法提用其在美国的金融资产。结果造成这些国家财政部门很快就耗尽持有的外汇和黄金储备。有些国家只得通过发行具有主权债性质的IOU（打白条）在美国和其他市场购买战争物资。由于麦卡杜的行动，完好无损的美国金融体系和股票市场就能更从容地管理这种跨境融资和资金流动，并且美国工业部门迅速扩大生产规模满足盟国的战争需要。这种有管理的外国资产清仓使得美国从1915年前的债务国变成国际上特别是对欧洲的债权国。到了1915年，纽约已经成为主要的国际金融中心，在很多方面和伦敦平分秋色。欧洲主要发达国家、南美主要国家、亚洲的中国和日本的国际贸易和投融资活动都以纽约为主要场所，且以美元作为融资货币，黄金储备也转移到纽约存放。此时，美元已经获得了国际金融市场的信任。在此之前，这些国家虽然也偶尔在纽约从事发债活动，但都以本国货币计价，表明了对美元的不信任。作者认为，麦卡杜的危机处理，催生了美国国际金融领导地位以及美元时代的早日到来。不过，历史告诉我们，美元完全取代英镑的主导储备货币地位还得经历两次世界大战以及战后美国在国际治理中多方位的战略谋划和这些谋划的有效实施。[8]

近年来特别是全球金融危机以来，中国的金融业继实体经济之后日益融入全球体系。党的十八大以来，在中央的坚强领导下，我国金融业的改革、开放、发展和稳定取得了一系列令人瞩目的进步。我国参与国际经济金融治理的能力不断增强，话语权不断提升，人民币于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2016年加入国际货币基金组织的SDR（特别提款权）货币篮子，成为影响力不断增强的储备货币之一。党的十九大为习近平新时代中国特色社会主义各项事业的发展指明了方向和奋斗目标。在推动建设开放型世界经济、积极参与全球治理体系改革和建设、向世界贡献中国智慧和力量的过程中，以史为鉴，学习和吸取一切国际贸易、投资和金融等领域的经验和教训是十分必要的。希望《关闭华尔街》的出版，能起到这样的积极作用。

此为序。

宣昌能

2018年2月8日

[1] 麦卡杜的另外一个身份是时任美国总统威尔逊的女婿（任财政部长在先，成为女婿在后）。麦卡杜担心利益冲突，曾经主动请辞财长一职，未得到威尔逊同意。

[2] 《联邦储备法案》在20世纪30年代得到修订，从此财政部长和美联储主席的职位不能由同一人担任。

[3] 目前的美联储网站并非如此，见www.federalreserve.gov/aboutthefed/bios/board/boardmembership.htm。

[4] 各种历史记载中所说的摩根财团的老摩根召集银行家的自救行动实际上并没有获得持久的成功。

[5] 此时美联储还没有开张运转，正式开张的时间是1914年11月。《奥尔德里奇-弗里兰法案》是1907年金融恐慌以后，美国于1908年颁布的，并据此成立了全国货币委员会。这个委员会建议并推动了1913年《联邦储备法案》的通过。

[6] 在当时的情况下，让纽约市违约不仅是对美国最大城市的打击，也是对美国信用的打击。作者称这次救助标志着美国金融史上“大而不倒”主义的诞生。

[7] 又可译为“纽约路边市场”，这是从美国内战时就已存在的户外市场，主要交易未在纽交所上市的股票。通常交易双方聚集在纽交所外面的宽街(Broad Street)路边。这个场外市场后来转到室内，于1953年更名为美国股票交易所(American Stock Exchange)，2008年被纽交所收购。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[8] 这方面的书籍可谓汗牛充栋。有兴趣的读者可以参考The Battle of Bretton Woods（Benn Steil，普林斯顿大学出版社，2013年）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前言
1914年的遗产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一次世界大战给美国笼罩上了金融危机的阴影。在1914年7月的最后一周里，欧洲开始清算它们在华尔街的投资，并将黄金运回欧洲以筹措战争费用。外国投资者持有20%以上的美国铁路证券，而铁路证券是纽约证券交易所（以下简称纽交所）中交易量最大的证券。[1]在金本位体系下，它们可以要求把卖出证券得到的收益兑换成黄金。在一代人的时间里规模最大的黄金外流将美国偿付海外债务的能力置于岌岌可危的境地。而人们对于美国放弃金本位的担心将美元在全球市场上的地位推到前所未有的深渊中。

欧洲对美国金融的攻击既带来了危险也创造了机遇。1914年时，美国还是一个债务国，且历史上频频爆发金融危机。如若未能偿付海外债务，那么美国希望成为全球货币领袖的梦想会折戟沉沙。然而，一旦美国通过这场考验，它就能一跃成为全球的领头羊。

在欧洲冲突爆发不足三周后，伍德罗·威尔逊审视了美国迈向全球金融霸权的路线图。波士顿的一位投资银行家亨利·李·希金森（Henry Lee Higginson）于1914年8月20日给总统写信，称“英国从未自食其言，而且随着业务增长，其力量也不断增强，最终成为全世界的交易平台。时至今日，如果我们愿意，也是可以取代英国的地位的，但必须有勇气、不患得患失、脚踏实地，并迅速偿还全部债务，才能让我们获得这种力量，除此之外别无他途。我需要再次说明，现在是我们抢占鳌头的机会”。[2]威尔逊将希金森的信送到财政部长威廉·吉布斯·麦卡杜那里，并在附信中写道：“毫无疑问，无论你认为信中的建议是否行得通，这封信都很值得一读。”[3]

事实上，早在收到威尔逊转来的希金森来信之前，麦卡杜就已经启动了一个计划来维护美国的金融信誉。本书追踪了麦卡杜在1914年4个月的时间里（从7月底至11月中旬）为了维护美国的金融信誉而打响的战斗，这短短的4个月改变了美国金融史的发展历程。麦卡杜的策略一举将金融危机转变成美国在货币方面的重大成就，而他实现这一成就的历程描绘出了一幅危机管理的蓝图，时至今日依然值得我们悉心关注。

在1914年，包括奥地利、比利时、英国、法国、德国、意大利、日本和西班牙在内的绝大多数发达国家都可以依靠本国中央银行（以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下简称央行）来打响金融战。4 即使沙皇尼古拉二世也拥有俄罗斯帝国银行。自1836年安德鲁·杰克逊（Andrew Jackson）压制了美国第二银行（Second Bank of the United States）之后，美国就不再有央行。它像一个群龙无首的金融巨无霸。1913年12月23日国会授权成立的联邦储备系统仍在筹划之中。这是典型的权力真空，特别是在伍德罗·威尔逊总统因为妻子的绝症分神而无暇顾及之时。

麦卡杜抓住了直面恐慌情绪的机遇。在全球其他国家（除了英国以外）都因为战事放弃金本位之时，麦卡杜仍然坚守了美国对金本位的承诺。这强有力地提升了美元的信誉，襄助美国挑战英国的全球金融中心地位。1914年11月11日是美国争取国际金融领袖地位这一斗争的转折点——在这一天，美元在全球市场上的贴水消失了，4年后的这一天交战国签署了停战协议。在1915年1月，纽约的资本市场取代伦敦成为全球放款人。阿根廷、加拿大和中国这些传统的英国客户纷纷前往华尔街募集资本。5 1917年美国介入世界冲突时，外国政府在纽约发行的以美元计价的证券已经超过25亿美元。[1] 金融权力的完全转移还要在10年之后，但货币霸权已经开始发生结构性转变。

在第一次世界大战爆发之际，金本位到底有多重要？约翰·梅纳德·凯恩斯声称，如果英国暂停黄金兑付，必然会危及伦敦作为全球主要金融中心的地位。他建议英国政府："我们不应该拒绝用黄金支付我们的对外债务，除非我们确实无力履行这项义务。"6 凯恩斯深知只要一国度过紧急期后重新履行自己的义务，资本市场就会原谅它在战争期间暂停现金支付的行为。7 不过超级金融大国必须满足更高的标准。8

1914年英国统治着全球金融。它所具备的两个特点使它有资格加冕全球金融之王——英镑是国际货币，伦敦是全球放贷者。英镑是国际贸易中的首选货币——就如同今日的美元一样，而且全球各地的借款人都会造访伦敦城募集资本，而不是前往华尔街。战争迫使伦敦停止向海外供应资本——至少在短期内是如此，不过凯恩斯认为，只要英国确保英镑像黄金一样可靠，就可以继续称霸国际金融界。英国采纳了凯恩斯的建议，在1914年8月表明了自己想继续成为全球金融超级大国的意图。

财政部长麦卡杜认识到只要美国像全球货币强国那样仍然忠于黄金，就有机会大放异彩。自进入20世纪美国就一直希望跻身国际金融大国行列。麦卡杜的企业家才能把这个梦想变成现实。

威廉·吉布斯·麦卡杜1863年生于佐治亚州的玛丽埃塔市（Marietta）。9 1877年，他的父亲成为田纳西大学的历史和英

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

语教授，他随父母搬到了田纳西州的诺克斯维尔市（Knoxville）。1879年麦卡杜进入田纳西大学并加入了辩论社团。高年级学生指派这个“好斗”的新生在所有辩题上都为不得人心的一方观点做辩护。[10]他很享受众人的注目，而且清楚地知道自己想成为一名律师。他一心想就读夏洛茨维尔（Charlottesville）的弗吉尼亚大学——在麦卡杜看来，它有全美最棒的法学专业。这时他还未与父亲老威廉·吉布斯·麦卡杜讨论此事。

在1881年的圣诞假期，小威廉·麦卡杜在诺克斯维尔市的美国巡回上诉法院工作了一段时间，随后获得查特怒加市（Chattanooga）巡回上诉法院副法庭书记员的永久职位。他的父亲敦促他接受这份工作，“以便于从法院的真实合同里学习法律”。[11]1882年5月，麦卡杜离开诺克斯维尔市搬到查特怒加市。当时他还有一年就可以拿到大学学位。他再也没有机会去夏洛茨维尔求学。

尽管麦卡杜获准在查特怒加市工作，但在很长一段时间里并没有从事法务工作。他的父亲建议他通过见习来研究法律，把务实的基因深深地烙入他的脑海，而这改变了他的一生。

后来麦卡杜放弃了自己毫无经验的法务生涯转投商界。为了克服自己接受的学术训练不足这一缺点，他掌握了事业成功所需的各种细节。在30岁那年，他在推行一项为诺克斯维尔市的有轨电车供电的计划之前，学会了如何计算电力和设置发动机。尽管麦卡杜做了大量准备，但这家公司还是倒闭了，他的毕生储蓄被一扫而光。[12]10年后在开凿哈得孙河底建造铁路之前，他穿着高筒胶靴和黄色油布衣裤，举着一盏油灯亲自考察废弃隧道。这次他的基础工作卓有成效。作为哈得孙-曼哈顿铁路公司（Hudson & Manhattan Railroad Company）的总裁，他于1908年开辟了曼哈顿与新泽西之间的客运铁路服务。1913年他担任伍德罗·威尔逊的财政部长后，其卓越的务实性帮助美国规避了1914年夏天随着战争爆发而初露端倪的货币危机。

麦卡杜是如何化解这场危机的？

央行的缺失妨碍了美国的保卫战。麦卡杜试图建立起美联储并通过它的运行来抵御风险。颇有影响力的纽约联邦储备银行的当选行长以及央行筹建时期的领袖人物——本杰明·斯特朗（Benjamin Strong）——希望保护新的货币体系免受危机冲击。他阻挠了麦卡杜的努力，使联储银行未能提早运营。然而，这种逆转为麦卡杜的临时应急措施创造了条件。他迅速将数吨黄金运至全国的国库分库，大声向世人宣告美国承诺用美元来兑换这种贵金属。[13]他精心组织

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了对纽约市的援助，将它从破产的边缘拉了回来，在美国金融业引入了“大而不倒”的信条。[2]——麦卡杜的实用主义原本会制造出一幅令人迷惑的智力拼图，但他的企业家精神反而创造出风险控制的准则，写进了每个政策制定者的剧本。

未能及时对危机做出反应会招致灾难。金融恐慌会像流行病一样四处肆虐。1914年7月31日，麦卡杜史无前例地将纽交所关闭了4个月之久，以阻止英国卖出美国证券。如果英国无法卖出美国股票和债券并获得美元收益，那就不会耗尽美国的黄金。8月3日，他给全国各地提供大量纸币以避免几年前刚刚使美国蒙羞的银行挤兑再次上演（即1907年大恐慌中的挤兑事件）。1907年10月，银行无法满足储户提取现金的要求，被迫停止存款取现业务。到了1914年，银行根据麦卡杜的命令拿到了分配给自己的紧急货币并提供给储户，从而可以继续履行向储户支付现金的义务。[3]

然而，麦卡杜深知不可能永远实行这些措施。关闭纽交所使资本市场失去流通性，而无限量供应紧急货币会招致通货膨胀。麦卡杜认识到在这些杀伤力极大的武器破坏经济之前，需要制定退出策略来取代它们。他明白可以推动美国的农产品出口来抵消欧洲卖出美国证券造成的影响，扭转黄金外流的趋势。1914年8月14日，麦卡杜在财政部会见商界人士，安排“充足的船只将我们的谷物和棉花运到欧洲市场”。14——此次会议创建了战争风险保险局（Bureau of War Risk Insurance），支持在外汇市场用美元偿付。1914年接近尾声时，紧急货币的狂潮开始消退，纽交所再次开放。麦卡杜在没有引发附带损害的情况下成功驾驭了危机。

1914年的夏天如何改变了历史？

如果1914年暂时中止了金本位，那么美国称霸全球金融的梦想会遭受重挫。1907年的大恐慌早已损害了美国的公信力。1914年的金融恐慌原本可能成为美国金融悲剧的第二幕。时任《纽约时报》财经编辑的亚历山大·诺耶斯恰如其分地强调了这起戏剧性事件：“要说8月的那两三周里，美国站在金融史的岔路口上并不过分。”15——暂时放弃金本位会将美元放逐到二流货币的阵营，而英镑仍然毫无争议地成为国际金融中的首选货币。

欧洲需要美国的资本来打世界大战，但过剩资本并不等同于新的货币本位制。石油资源丰富的沙特阿拉伯在20世纪70年代为美国赤字融资，但沙特货币里亚尔从来没有挑战过美元作为国际交易媒介的地位。此外，英国不需要在战后持有充裕的资本来重夺全球贷款人的头

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

把交椅。银行和保险公司等金融机构通过动员其他人的存款来提供贷款，而不会动用太多自己的资金。英国的金融机制和专业知识足以达到同样的目的。

即使美国在1914年8月放弃了金本位，它也可以在20世纪的后半叶主导全球金融。第二次世界大战造成的财政负担以及大英帝国的衰落必然会导致英镑的地位一落千丈。不过，如果麦卡杜没有在第一次世界大战爆发之际提高美国的金融信誉，那么20世纪20年代和30年代的发展路径会截然不同。

如果1914年纽约未能坚守金本位而使自己受到重创，那么伦敦原本不用在战后制定全面恢复金本位的时间表。英国原本可以采纳凯恩斯于1925年提出的建议，不把英镑推到战前与美元的平价水平。[4]凯恩斯认为1925年与纽约争夺全球金融宝座的斗争使英国经济付出了沉重代价。他给英格兰银行的一位主管写信时说："你确定自己想让伦敦随时成为提前一天通知就可撤走的、无限制的廉价美元的倾销场所？"[16]凯恩斯是正确的。将英镑重新与黄金挂钩迫使英国穿上通货紧缩的紧身衣，给大萧条雪上加霜。[17]

我们可以从1914年学到哪些关于危机管理的经验教训？

1914年8月，麦卡杜毫不犹豫地迎头痛击了危机，并大获成功。他充分利用了原本会伤害美国的强劲武器——使股票交易中断4个月，并为全国各地提供大量紧急货币。他的退出计划借助战争风险保险局刺激农产品出口，避免了对经济持续造成破坏。麦卡杜之所以拥有这么大的魄力，是因为他执行了使经济恢复正常运作的计划。如果未能采取退出策略，要么会使采用的应急武器没有效用，就像用安慰剂来治疗重症一样，要么会付出不必要的代价。

麦卡杜应对危机时不只准备了一份蓝图和强有力的措施。时事评论员兼全国知名专栏作家沃尔特·李普曼（Walter Lippmann）将麦卡杜描述为"准确抓住重点并迅速行动"的人。"他迅速选定路线，沿着该路线快速前进并且胆识过人……他本能地倾向于选择大胆决断的路线，而不是谨慎、不温不火的路线。"[5]

并不是每个人都有勇气采取行动，即使他们清楚自己必须这么做时也是如此。最重要的是领导力。20世纪70年代见证了美国在和平时期经历的最严重的通胀。当通胀水平螺旋式上升并开始失控时，美联储已经运作了大半个世纪。1970年尼克松总统任命前哥伦比亚大学经济学家、国民经济研究局局长阿瑟·伯恩斯（Arthur Burns）担任美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

联储主席，伯恩斯自此执掌美联储近十年。经济学家很清楚如何遏制威胁美国经济稳定的通胀。米尔顿·弗里德曼认为问题并不在于人们缺少对通胀的了解，而是在于缺少领导力 18：“从根本上来说，对[大通胀]的解释是从政治角度出发的，而不是从经济角度出发的……我相信阿瑟·伯恩斯难辞其咎，因为他对此的认识更甚于别人。” 19

即使麦卡杜什么都不做，美国的金融体系或许也可以熬过1914年夏天。当战争迫使英国站在美国家门口请求美国提供补给时，黄金外流自然而然就会消失。但这种“马后炮”忽略了各种意外情况变成现实的可能性。10年之后，亚历山大·诺耶斯回顾这段历史时强调了这一点：“我们不应忘记，当时人们就继续支付黄金这件事达成一致决定时，美国的金融前景看起来多么令人绝望，对大多数银行界人士来说也是如此……1914年8月，美国决定暂停黄金支付，即使打算不久后就恢复，当时的我们也不能确定随后的美国金融史会不会因此而完全改写。” 20

果敢的领导力以及控制危机的路线图——麦卡杜留下的这些不可磨灭的影响将潜在的金融灾难转变成货币领域的重大胜利。

[1] 第九章展示了1915—1917年美国在世界金融中的作用可以媲美英国在1914年前的地位。

[2] 第七章描述了麦卡杜如何帮助纽约城履行自己对英国和法国投资者到期债券的偿付义务。

[3] 麦卡杜推行了《奥尔德里奇-弗里兰法案》(也称为《紧急货币法案》)中关于紧急货币的条款。1908年国会通过了这项法案以避免重蹈1907年大恐慌的覆辙。《奥尔德里奇-弗里兰法案》只动用过这一次。第三章和第四章对此进行了详细解释。

[4] 凯恩斯并不反对金本位本身，但是希望避免强行使美元回到每英镑兑4.8665美元的战前平价而引发的通货紧缩后果。第九章详细讨论了他的观点。

[5] Lippmann（1927，第113页）的这段描述首次出现在1920年6月的一篇随笔里。当时盛传麦卡杜将成为民主党的总统候选人。麦卡杜退出了选举，其部分原因是出于他对身患瘫痪的时任总统伍德罗·

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

威尔逊的尊重。请参见“A News Report, June 20, 1920, ”Papers of Woodrow Wilson（1991,第438—439页）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章
序幕

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1914年7月30日周四（即奥地利向塞尔维亚宣战两天之后）下午近傍晚时，美国银行界的精英齐齐奔向摩根银行（Morgan Bank）位于华尔街23号的总部。随着当天股价在混乱中下跌6%后，小J.P.摩根（J.P.Morgan Jr.，以下简称小摩根）召来了大通国民银行（即现在的摩根大通）（Chase National Bank）主席巴顿·赫本（A.Barton Hepburn）、第一国民银行（First National Bank）总裁弗朗西斯·海恩（Francis L.Hine）、银行家信托公司（Bankers Trust Company）总裁兼纽约联储银行候任行长本杰明·斯特朗。 [21] 老J.P.摩根（以下简称老摩根）曾在1907年恐慌情绪最盛之时于10月24日召集过类似会议。 [22] 1913年老摩根去世，意味着现在华尔街掌握在未经受过任何考验的小摩根手中。

此次会议并没有留下任何笔记，不过次日《纽约时报》的头版标题为“银行家共商战事：摩根会议讨论决定，无须关停纽交所”。会后小摩根去参加了一个游艇聚会，摩根大通的核心合伙人亨利·戴维森（Henry Davison）为了躲避下曼哈顿区的湿气，逃到了他在长岛的寓所——他在1907年危机中颇受老摩根的教诲。 [23]

然而，就在报纸曝出让人安心的消息那天早上，纽交所董事会在原定10点开市前不足15分钟的时间内投票决定停止交易。纽交所自1914年7月31日起关停，一直到12月12日才重新开市，关停时间超过4个月，是其200年历史上关停时间最长的一次。纽交所主席亨利·诺布尔（Henry Noble）称：在1914年7月以前，不管在任何时候，如果有华尔街人认为纽交所会连续关闭四个半月，他一定会被嗤之以鼻。” [24]

那么，从7月30日周四下午摩根办公室召开的银行家会议至周五早上到底发生了什么迫使亨利·诺布尔宣布中止股票交易？

第一章序幕纽交所关闭之时，英国、法国、德国和俄国等列强尚未确定是否会参战。8月1日《纽约时报》的头版头条新闻为“沙皇、德皇和英王仍试图维护和平”。 [25] 与此形成鲜明对比的是，1907年10月24日，老摩根命令纽交所“绝不能比正常时间早一分钟关闭”， [26] 即使在危机肆虐之时，纽交所也从未停止过交易。 [27] 莫非小摩根的影响力远逊于其父？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新闻媒体的报道称这一夜之间戏剧性的事态发展迫使纽交所重新审视在7月30日做出的坚持不闭市的决定，这使人们轻视小摩根声望的态度有所缓和。报道称：之前并没有召集（纽交所董事会）开会，而且人们认为纽交所会一如既往地开门营业……但是，当经纪人发现巨额卖出委托使市场不堪重负，而且几乎没有买盘时……他们惊恐万分，急忙冲上楼敦促董事会重新考虑纽交所继续营业的决定。” 28 1915年纽交所主席亨利·诺布尔回顾这场危机时确认了这种描述：会员中的很多知名公司来到会议室，纷纷声称全球各地以毁灭性价格卖出证券的委托如潮水般涌向它们，证券持有者处于一片恐慌之中。” 29

然而，这个说法与事实并不相符。

慢慢地舞向战争

奥地利皇储斐迪南大公及其夫人霍恩贝格女公爵在萨拉热窝被刺杀引爆了第一次世界大战。这起事件郁积了整整一个月。1914年6月28日，波斯尼亚塞族民族分子加夫里若·普林西普（Gavrilo Princip）射杀了大公夫妇。那天上午早些时候，这对皇家夫妇刚刚躲过了一起刺杀，大公挡开了掷向其座驾的一枚炸弹。

刺杀发生后的第二天，纽约时报》的头版头条报道：奥地利皇储夫妇被波斯尼亚青年刺杀以报复其祖国被吞并。” 30 1908年，奥匈帝国吞并波斯尼亚和黑塞哥维那时，将波斯尼亚据为己有，激怒了生活在这片土地上的塞族人。波斯尼亚的塞族人希望与邻国塞尔维亚合并。 [1] 6月30日《纽约时报》的头条新闻宣称“皇室刺杀案中惊现塞族阴谋，据信贝尔格莱德筹划了谋杀大公夫妇”。《纽约时报》还公布了大公对妻子的临终遗言使报道更具戏剧性：苏菲，为了我们的孩子活下去。” 31 然而，这场危机逐渐偃旗息鼓，一直到7月23日奥地利对塞尔维亚发出最后通牒，要求后者惩罚对萨拉热窝案负责的人。

图1.1展示了从6月初到7月最后一周纽交所波澜不惊的股价变化轨迹，证实了投资者对战争无动于衷。 [2] 1914年欧洲投资者拥有20%以上的美国铁路证券，价值40多亿美元——铁路证券是纽交所中交易量最大的证券。 32 他们只要把手中的证券卖出一小部分就可以压低证券价格。证券市场忽略6月28日刺杀事件的原因或许在于，当时巴尔干战争造成的创伤主要是地方性的。保加利亚、塞尔维亚、希腊、罗马尼亚和土耳其都在1912年和1913年发动过战争，但没有将大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国卷入其中。斐迪南大公被刺杀并没有让欧洲投资者感到不安，直至一切都无可挽回。[33]

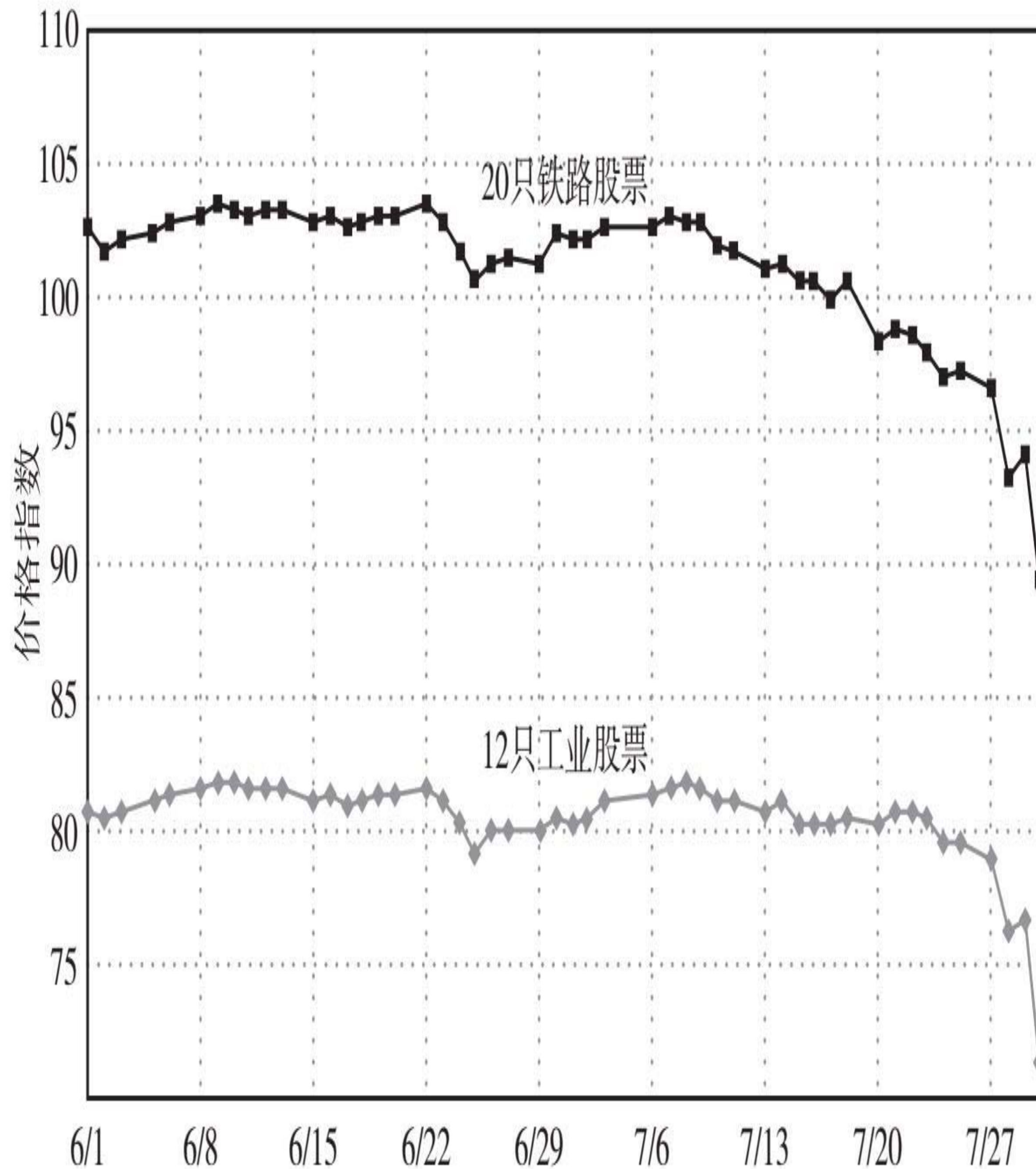


图1.1 1914年6月和7月纽交所的股票价格
资料来源：《华尔街日报》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1914年7月24日，纽约时报》的头版新闻报道了欧洲的最后较量：奥地利准备侵占塞尔维亚，最后通牒已发出。”7月23日周四，奥地利于下午6时将最后通牒送至贝尔格莱德的塞尔维亚政府，要求：惩罚斐迪南大公刺杀案中的所有共犯，取缔所有煽动波斯尼亚叛乱的社团。” 34 欧洲投资者对这场外交冲突做出了反应。《华尔街日报》称：被（塞尔维亚）和奥匈帝国之间的紧张关系吓坏了的欧洲投资者在抛售美国证券。” 35 7月23日股价下跌0.5%，次日又下跌了1%。

7月28日周二奥地利向塞尔维亚宣战后，股价遭遇了当年截至7月底的最大下挫——跌幅达到3.5%。 [3] 宣战声明引发了关于德国和俄国调动军队的报道。7月30日周四，股价再次下跌6%，成为1907年3月14日“富人的恐慌”以来的单日最大跌幅。 [4] 此次暴跌始于交易时间的最后一小时。《华尔街日报》认为造成这种现象的原因是新闻报道称“德国要求俄国解释在边境聚集军队的行为，并在24小时内给出回复”。 36 然而，这篇报道并没有阻止摩根办公室于1914年7月30日下午发出“照常营业”的布告。

闭市时的崩盘原本会延续到次日清晨吗？没人确认这一点，因为纽交所董事会于7月31日上午9：45投票决定关闭纽交所，但证据表明股价原本会稳定下来。

欧洲投资者希望在1914年7月31日上午卖掉手里的美国证券。媒体称外国投资者至少将价值1亿美元的美国证券投放到市场上。 37 不过足够多的美国买家挺身而出接盘了这些证券。《华尔街日报》的报道称： 38 华尔街的绝大多数证券经纪人手里都持有巨额买入委托，而纽交所未能开盘，让准备杀价购买股票的投机商失望透顶。” [5] 哪些人是准备杀价购买股票的投机商？《纽约时报》的头条新闻“卖空者迫不及待买进”给出了答案。 39 卖空者指在上周以高价卖出股票，但并不持有所卖出股票的证券经纪人。他们希望以低价买入股票，这样就可以交割他们卖出的股票。《纽约时报》补充说，卖空者“担心纽交所要到股价回升才恢复营业”，强调了他们的焦虑情绪。 40

如果股市不会崩盘，那么为什么纽交所董事会在7月31日周五早上9：45投票决定关闭纽交所？周六的报纸在报道中称，财政部长麦卡杜“发布了一则声明，表示同意关闭纽交所”。 41 事实上，麦卡杜所做的远远不止批准关闭纽交所这么多。7月31日早上，小摩根召集华尔街银行家再次开会讨论前一晚的形势发展。9：30他致电麦卡杜，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后者让他关闭纽交所。[42]随后小摩根在开市前数分钟将这个信息传达给了纽交所董事会。

周四下午各位银行家在摩根办公室开会时决定纽交所坚持营业。周五早上，这个决定发生了大逆转，其原因来自华盛顿。麦卡杜希望关闭纽交所，而小摩根将这个想法付诸实施。

直至多年以后，麦卡杜才披露了他与小摩根的通话内容，[43]但是当时没过几天《纽约时报》就公开了财政部长的想法，就像他们偷听了此次谈话一样：如果说麦卡杜先生利用他对纽约的影响力将纽交所关闭一段时间，那么华盛顿的官员对此并不会感到意外。虽然他没有直接提出此类建议，但他希望表明，这次政府并不赞同纽交所重新营业。”[44]

为什么财政部长麦卡杜于7月31日关闭了纽交所，而且史无前例地将其关闭了四个半月之久？

坚守金本位

麦卡杜初涉职场时就懂得了沉默的价值。1885年1月他进入查特怒加市巡回上诉法院工作三个月后赢下了第一个诉讼案件。他在诉讼过程中罗列了大量有利于客户且极富说服力的论据。当天晚些时候，这个精瘦结实的年轻律师和特里威特（Trewitt）法官一起在街道上漫步。特里威特法官是一位年长睿智的法官，负责麦卡杜拿下的这个案件。麦卡杜回忆说：拿下这个案子让我相当膨胀，我希望法官能夸我两句……但他只字不提。最后，我说：‘法官，我在这个案子里表现如何？’他停下脚步转向我，一字一顿地强调说：‘孩子，用一个论据拿下案子就够了’。”[45]

多年后，麦卡杜拜访老摩根为自己的哈得孙-曼哈顿铁路公司募集资金时，特里威特法官的教诲收到了回报——一个有说服力的论据就足够了。麦卡杜早已建好了连接曼哈顿和新泽西州霍博肯市的隧道，现在需要融资来开创客运铁路服务。时值1906年，只要老摩根一点头就会让结果大为不同。麦卡杜到达老摩根的办公室时，内心惴惴不安：我担心自己无法说服这个金融王者，落败而回。”老摩根诚挚地欢迎了麦卡杜，并听取他的介绍。最后麦卡杜回忆道：我要说的都说完了，等着他做出决定。他似乎希望听我多说一些，但我想起很久以前特里威特法官的忠告……一个好的观点如果讨论过久很容易使人厌烦。老摩根先生沉默片刻后提出了几个相关问题……（但）并没有表明态度。”几天后，老摩根同意购买100万美元的优先股。此次融资大获成功，1908年2月25日，这条隧道开始运营载客。[46]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

麦卡杜处理华盛顿政务时也采纳了特里威特法官的忠告。1941年8月1日，他发的新闻稿同意关闭纽交所，但此外什么都没有说。 47 ——大多数人猜想他同意关闭纽交所是为了避免崩盘。 [6] ——他并不希望透露自己最主要的担忧。

麦卡杜并不在意股价的波动。他只担心买家和卖家的身份。 48 ——他深知欧洲人（主要是英国和法国投资者）会想方设法在纽约把自己手上的美国股票卖出去——纽约是7月31日早上全世界唯一仍在营业的交易市场。 [7] ——此外，他也知道美国投资者会争购这些廉价证券，或许就像之前报道的那样，他们曾经卖空。欧洲危机爆发以来，股价已经下降了10%。 49

麦卡杜担心英国和法国投资者会拿走他们卖出股票后获得的美元收益，然后在美国银行系统里换成黄金——这是金本位制下他们享有的权利。由于银行的存款中只有一小部分用作准备金，因此根本没有足够的黄金满足这种提取需求。截至1914年6月30日，全美银行共持有价值10.03亿美元的黄金或黄金等价物。 50 ——只要欧洲把手中持有的40亿美国证券抛售25%，那么会像致命的雪崩一样将美国的黄金一扫而光。

在金本位下，纸币和银行存款账户可以按固定价格兑换成黄金。1914年，在联邦储备券形式的美元钞票出现之前，流通货币由美国财政部及特定的商业银行发行。美国财政部发行的纸币被称作金元券、银元券和国家券（即绿背券）。财政部承诺，纸币持有者可以在分布于全国各地的国库分库按20.67美元纸币兑换一盎司黄金的兑换率将任何纸币兑换成金块或金币（就像被称作“双鹰金元”的著名的20美元面值硬币）。双鹰金元的黄金含量略低于一盎司。

财政部下属货币监理署特许的商业银行发行的纸币被称作“国民银行券”。银行承诺将自己发行的国民银行券兑换成“法定货币”——法定货币指金币或财政部发行的任何一种纸币（它们可以在国库的地方分库兑换成黄金）。 51 ——因此，各个种类的货币都可以按每盎司20.67美元的兑换率兑换成黄金。

银行存款账户也可以兑换成黄金——即使在1914年，它也是主要的支付方式。 52 ——人们可以在任意一家银行取现，而且存款账户上有多少美元，他们就可以拿到面值多少美元的纸币。银行持有的准备金都是“法定货币”，即金币或财政部发行的纸币，以确保根据储户的需求支付现金。因此，活期存款能够以每盎司20.67美元的比率兑换成黄金，其兑换方式要么是直接兑换，即从银行拿到双鹰金元；要么是间接兑换，即从银行拿到财政部发行的纸币，然后在国库的地方分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

库兑换成黄金。政府要求银行只能将存款中的一小部分作为准备金放在手边。在纽约的大型银行里，准备金的比率为25%。 53 由于准备金不能用来生息，所以银行希望持有必要的准备金即可。它们极少需要增加准备金，因为存款和提款金额往往大致相当。

金本位制避免了一国印发的钞票价值超过它可以承诺兑换成黄金的价值，从而不会造成本币贬值。它就像一个巨锚一样维持着价格水平。到1914年，英镑与黄金挂钩的情况已经持续了200年左右。 54 1914年英镑的价格与1714年艾萨克·牛顿爵士执掌英国铸币厂时的价格差别不大。 55 坚守金本位的国家可以按相对较低的利率从全球资本市场上借到资金。 56 出借人相信借款者用来偿付贷款的货币不会贬值。

金本位可以保护国家免受通胀之扰，却不能抵御危机。如果所有人都要同时取现，那么银行就不能按需支付黄金。危机屡屡迫使国家放弃其本币对黄金的可兑换性。人们明白只要一国在战事结束后马上回归金本位，那么在战争期间放弃金本位就不会长期损害其信誉。 57 资本市场认识到交战国需要具备灵活性才能为战争提供经费。英国在拿破仑战争时中止了英镑兑换黄金，美国在内战期间也曾如法炮制。 58

1914年7月23日奥地利的最后通牒导致欧洲投资者放弃美元而奔向黄金这个安全港。在7月的最后一周里，美国对欧洲的黄金出口超过了2 500万美元，一周的外流量超出了1900—1914年任何一个月的单月外流量（有三个月份除外）。 59 由于欧洲在厉兵秣马筹备战争，所以黄金出口必然会增加。

麦卡杜原本可以用中止金本位的方式阻止欧洲人挤兑美国的黄金储备，但问题在于当时美国仍然是中立状态。它直至1917年4月才参战，因此在1914年8月，它没有借口放弃自己对金本位的承诺。此外，在美国无法承受信誉再次受到任何损害之际，中止金本位会破坏美国的金融信誉。美国走到了推出新的货币安排的关头，即建立联邦储备体系。1914年7月31日，麦卡杜关闭纽交所是为了争取时间。他希望避免美国在欧洲投资者的逼迫下放弃金本位的局面。

麦卡杜的窘境

国会于1913年12月23日通过了《联邦储备法案》》Federal Reserve Act）以抵御金融危机。1836年，国会未能推翻安德鲁·杰克逊对继续授予美国第二银行特许状的否决案，自此美国不再有央行。美国用了75年的时间开展金融无政府状态的实验，为此付出的代价就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是银行系统极易遭受危机冲击。1873年、1884年、1893年和1907年的恐慌使美国金融机构极为难堪。 60 政府在相关工作上的延误导致联邦储备体系的筹备时间超过了8个月。初始法案忽略了关键细节以避免无休无止的国会辩论，如联邦储备区的准确数量（该法案详细说明要设置8~12个联邦储备区），以及区储备银行的设立地点。在1914年7月31日，美国需要像英格兰银行、法兰西银行或德意志帝国银行那样的机构来帮助它抗击金融危机。

麦卡杜深知央行可以保护国家的黄金储备。他想起1914年1月，他作为根据《联邦储备法案》设立的筹委会的主席在全国巡回考察时举办的听证会。《联邦储备法案》建立了一个筹委会来推行新的货币体系。1914年1月6日，麦卡杜到纽约听取了银行和商界人士对联邦储备银行设立地点的意见。 61 会上小摩根支持建立强大的纽约联邦储备银行，但一直盘旋在麦卡杜脑海里的是麦克斯•梅（Max May）的话——梅是担保信托投资公司（Guaranty Trust Company）负责外汇业务的副总裁。

梅称在纽约建立一个强大的银行至关重要，这是因为“《联邦储备法案》旨在控制美国的货币市场，并在某种程度上控制欧洲的货币市场。要对欧洲产生影响力，银行的规模必须要大”。 62 梅补充说：这是最重要的，因为它涉及对国际黄金流动的控制。” 63

随后麦卡杜问道：〗现在对黄金流动的控制情况如何？” 64 梅回答说：在大多数情况下，我们都是在亡羊补牢……除了黄金流出以外，货币利率上升直至超过欧洲的水平，而欧洲是黄金流出的目的地。” 65

梅能够如此言简意赅地描绘出美国在这方面的无能为力让麦卡杜颇感意外。在英国，英格兰银行可以在实际破坏出现之前，通过提高利率来试图避免黄金外流。事实上，英格兰银行在1914年7月31日这天将利率翻番，从4%上调到8%。 66

麦卡杜需要美国联邦储备体系为美国的金融之战助一臂之力。他在批准关闭纽交所的新闻稿中强化了这个观点：财政部长麦卡杜与总统会面之后，表示他相信全面组建新联邦储备体系的工作不能再出现任何严重拖延……在新颁布的法案之下，联邦储备银行需要展现的国际特色是广泛并灵活地处理金币和金块方面的事宜。” 67

7月31日关闭纽交所的难度比长期关闭纽交所要低得多。此前关闭时间最长的纪录是1873年的大恐慌，当时纽交所关闭了10天。 68 麦卡杜需要比这更长的时间来筹建联邦储备体系。本杰明•斯特朗和保罗•沃伯格（Paul Warburg）坚决反对联邦储备银行迅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

速开始营业——前者即将成为纽约联邦储备银行的首任行长，后者是由威尔逊总统提名担任美联储理事的华尔街金融家。他们很担心这么做会危及新货币体系的诞生。[8]部分商界人士深信“组建联邦储备体系[应该]推迟到局势恢复正常的时候”。69

保罗·沃伯格委派纽交所主席亨利·诺布尔完成了关闭证交所的工作。诺布尔尽心尽力开展这项工作，却几乎毁了保罗·沃伯格的目标。与此同时，麦卡杜像走钢丝一样处境艰难：他必须组建起联邦储备体系来抑制货币危机，但又不能危及系统的可行性。

其时麦卡杜并不清楚他将被迫独力与危机抗争。

成立美联储理事会

威廉·麦卡杜建立新货币体系时原本不会遇到任何麻烦。《联邦储备法案》授权成立的筹委会包括以下成员：财政部长、农业部长和货币监理署署长。由于筹委会的三名成员中有两位同意就达到绝对多数，而且货币监理署隶属于财政部，所以麦卡杜可以轻而易举地按自己的想法行事。此外，联邦储备法案》授权财政部长本人决定联邦储备银行何时开张营业。为什么麦卡杜不挑个日子就让联邦储备银行开张呢？

联邦储备体系包括13个独立的组成部分——位于华盛顿的理事会和12家遍布全美的联邦储备银行。各储备银行和商业银行一样，都是拥有资产和负债的真正银行，区别在于它们的客户只有联邦储备体系的会员银行。事实上，从技术层面来说，作为联邦储备体系会员的商业银行持有联邦储备银行的所有权，而且通过选举产生自己的董事。联邦储备银行在正式办公营业之前需要办公地点、金库及工作人员。麦卡杜必须与那些机构的官员协商联邦储备银行的开张日期，这一冲突会延续数月之久。

作为联邦储备体系内的政府监管机构，美联储理事会只需要有工作人员就可以开始运作。相关法规明确规定美联储理事会应该由总统指定的7名理事组成，其中财政部长和货币监理署署长是依据职权而确定的当然理事。[9]《联邦储备法案》指定财政部长担任美联储理事会主席。麦卡杜的职位就像20世纪最后25年的保罗·沃尔克和艾伦·格林斯潘一样。[10]

为了成立理事会，威尔逊总统于1914年6月15日向参议院提名了5位候选人。70参议院银行委员会迅速批准了对加州大学经济学教授阿道夫·米勒（Adolph Miller）、来自亚拉巴马州伯明翰的银行家哈丁（W.P.G.Harding）和担任助理财长的波士顿律师查尔斯·哈姆林

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（Charles Hamlin）的提名。剩下两位候选人的提名遭到了参议院银行委员会的强烈抵制——他们是来自芝加哥的总统密友兼国际收割机公司（International Harvester Company）的主管爱德华·琼斯（Edward Jones）和极富影响力的纽约投资银行库恩雷波公司（Kuhn Loeb）合伙人保罗·沃伯格。在第一次世界大战爆发前一周，他们俩的提名仍未通过参议院的审批。 71

麦卡杜本人要为政府遇到的这种窘境负主要责任。他未能阻止威尔逊就理事会潜在候选人的问题听取爱德华·豪斯（Edward M.House）上校的意见——豪斯上校是总统的密友兼顾问。早在新的货币体系写入法律之前，麦卡杜就试图主导它。在该法案通过三天前，即1913年12月20日，他拜会了威尔逊并在会后给他写了一张便笺：新体系能否迅速取得成果，几乎完全取决于理事会。它的成员不仅要包括能干的人，而且必须包括认同法案的意图以及政府目标的人。他们必须是您的财政部长所接受的人选。” 72

两天后威尔逊会见了豪斯，表示他并不认同麦卡杜的想法，即一个能与他协调一致地运行的美联储理事会。 73 总统希望美联储理事会摆脱麦卡杜的控制。

威尔逊并不是轻视麦卡杜。事实恰恰相反。1914年3月，麦卡杜与比他年轻25岁的总统女儿埃莉诺（Eleanor）订了婚——麦卡杜这个鳏夫只比总统小7岁，而且子女都已长大成人。威尔逊给身在巴黎的红颜知己玛丽·艾伦·赫尔伯特（Mary Allen Hulbert）写信说：最亲爱的挚友，你是否通过电报收到内莉（埃莉诺的昵称）和财政部长麦卡杜先生订婚的消息？当然，消息应该已经传到了。《先驱报》巴黎版就是报道这些事的。这个女儿是我的掌上明珠：没有人能配得上她。不过麦卡杜比其他任何人都更般配她。所以我很满意，并不是因为她会离开我和他一起生活，而是因为她未来一定会很幸福。” 74

麦卡杜在订婚之后向威尔逊递交了辞呈：总统先生，我认为在当前的情况下，我应该在婚后辞去工作。希望在您方便的时候由您来决定是否让辞呈生效。” 75

麦卡杜希望威尔逊能够拒绝自己的辞呈，但他已经身陷埃莉诺的魅力不能自拔，所以愿意接受命运的安排。他给驻伦敦的沃尔特·佩奇（Walter Page）大使写信：你可以想象我现在是个多么快乐的男人。就像我对所有朋友说的那样，生命的奇迹没有结束，否则我根本不可能赢得这个美妙姑娘的爱情，因为她非常惹人喜爱。我没法从英语里找到足够的最高级形容词来向你准确地描述她。” 76

威尔逊对麦卡杜递交辞呈的反应没有让他失望：你是凭借你的优点被任命为财政部长的。当时没人会想到现在这种情况……现在你正

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在筹建联邦储备银行，而且参与了其他具有重大公共利益的事务。你的辞职会给这些工作带来沉重打击。” 77

威尔逊拒绝了麦卡杜的辞呈，但也拒绝了他对美联储理事会人选的建议。威尔逊深知麦卡杜善于说服他人，而他又认为新的货币体系需要发出独立的声音。1913年6月，关于建立联邦储备体系的法案在国会银行和货币委员会（House Banking and Currency Committee）仍然毫无进展，麦卡杜试图用另外一个法案取而代之，使央行（即美联储）成为财政部下属的一个局。国会银行和货币委员会主席卡特·格拉斯（Carter Glass）向威尔逊抱怨称这么做会使央行沦为政治工具，并且说服总统接受了这个观点。 78

20世纪30年代，国会通过立法将财政部长和货币监理署署长从美联储理事会清除出去，进一步将央行与政治隔离。独立的央行有助于压制政客先花后还的倾向——如果没有时刻保持警惕的央行，那么先花后还这种做法会导致货币贬值。独立的联邦储备体系在美国的发展进程中证实了威尔逊最初的决定极具智慧。

麦卡杜对主导联邦储备体系的欲望破坏了他对总统的影响力。不过麦卡杜无法控制自己的英雄欲。他渴望得到公众的认可，即使是在进行商业冒险时也是如此。他年轻创业时冒着损失所有积蓄的风险，为诺克斯维尔市的有轨电车接通电力。当诺克斯维尔市的市民为他鼓掌欢呼时，他感到非常自豪——虽然这家企业倒闭使他身无分文。 79 麦卡杜搬到纽约后成功地在哈得孙河下开掘隧道，提供了连接纽约市与新泽西的客运铁路服务。他作为哈得孙-曼哈顿铁路公司的总裁，提出了一个老掉牙的口号“让公众满意”，并且印刷了10万份投诉表发放给公众来表示自己的真诚。 80

早在对社会负责任的企业家精神成为潮流之前，麦卡杜就已经在践行这种精神。专栏作家沃尔特·李普曼（Walter Lippmann）称，麦卡杜是“那种对企业的热爱超越了利润的人”。 81 他担任财政部长时急切地接受了带领美国走向金融卓越的机遇。在精心挑选美联储理事会成员的斗争中失利之后，他强压下自己的骄傲以避免威尔逊任命的人选不能通过国会的批准。

到了1914年7月中旬，来自芝加哥的爱德华·琼斯和来自纽约的保罗·沃伯格的提名仍然没有得到认可——此时距总统正式提名他们已经过去一个月。7月11日，参议院银行委员会以7∶4的投票结果否决了琼斯——他是国际收割机公司主管及威尔逊执掌普林斯顿大学时期的理事。据说琼斯的公司对农用设备定价过高，所以农民纷纷给本选区的参议员写信，抗议对琼斯的任命，随后琼斯的公司被指控违反了《反托拉斯法》。沃伯格是纽约投资银行库恩雷波公司的合伙人以及

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

央行实践方面的专家。7月6日，他请威尔逊撤销对他的提名。沃伯格非常反感参议院银行委员会要求他（和琼斯）到场做证，但对威尔逊提名的另外三人的声望没有半点异议。

威尔逊拒绝接受这种挫败。《纽约时报》的头版头条新闻揭示了这场斗争：为沃伯格和琼斯公开宣战。” 82 内布拉斯加州的民主党参议员兼参议院银行委员会代理主席吉尔伯特·希区柯克（Gilbert Hitchcock）参议员面对威尔逊的压力仍然投票反对任命琼斯。冲突开始升级。当总统对参议院银行委员会发布的声明表示质疑时，被激怒的希区柯克发表了以下言论：如果援引的总统言论正确无误，如果他怀疑这份声明的准确性，那么他可以像处理任何保密材料一样，随意处置琼斯先生的保密证词。” 83

希区柯克不同意对沃伯格的任命主要是在于程序问题：委员会拒绝接受对沃伯格先生的任命，原因在于我们无法获得任何关于他的确切消息。委员会只知道他从德国来到我国。他的父亲在德国是一位出色的银行家，他与库恩雷波公司的关系使该公司在欧洲业务上的业绩相当突出。据称沃伯格先生凭借他与库恩雷波公司的关系每年赚到30万至50万美元。委员会希望向他提出一些问题。除非我们有机会询问沃伯格先生，否则不会在他的任命问题上采取任何行动。” 84 “激进派”议员乔·伊格尔（Joe Eagle）用非政治术语表达了自己的担忧。他说沃伯格的问题在于“他是犹太人、德国人、银行家，还是个局外人”。 85

7月23日，即奥地利向塞尔维亚发出最后通牒那一天，参议院的持续反对迫使威尔逊撤回对琼斯的提名。 86 在参议院受到的挫败是对威尔逊的个人非难，直到最后，他仍然坚持不懈地支持密友爱德华·琼斯。沃伯格仍然拒绝与参议院银行委员会见面，所以他的提名通过审批的可能性渺茫。如果沃伯格的提名未能通过参议院的审批，不仅会伤害威尔逊，还会给美联储理事会带来更多麻烦。

早在1905年沃伯格刚刚移居美国时，他就为担任央行行长做好了准备。1907年1月6日，他在《纽约时报》的年度财经评论上发表了文章《论我国银行体系的缺陷和需求》。 87 之后，他帮助美国国家货币委员会（National Monetary Commission）纳尔逊·奥尔德里奇（Nelson Aldrich）主席规划了有关央行的“奥尔德里奇计划”（Aldrich Plan）。 88 沃伯格倾向于建立一个强大且独立的央行。麦卡杜于1913年年中提出自己的计划，想把央行变成财政部的附属部门，但沃伯格使他的努力化为乌有。他在“毛里塔尼亚号备忘录”（Mauretania Memorandum）中公开抨击麦卡杜计划，并向威尔逊

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的顾问豪斯上校说明了情况——当时豪斯上校恰好乘坐“毛里塔尼亚号”与沃伯格一同前往欧洲。 89

沃伯格的提名受阻首次浮出水面时，纽约时报》刊登了以下头条新闻“需要沃伯格发挥平衡轮的作用”。 90 文章解释说：看起来人们担心除非（像沃伯格这样）在金融界地位颇高且个人经验丰富的人加入理事会，否则麦卡杜先生和威廉姆斯先生（即货币监理署署长）将主宰政策。”《纽约时报》将沃伯格称为“平衡轮”算是很客气的说法，因为他很快就成了麦卡杜的对头。 91

保罗·沃伯格的自尊心使他无法接受参议院银行委员会提出对他进行调查的要求，但他对央行行长职位的渴望促使他构想了一个计划。7月23日，即威尔逊总统从参议院撤销对爱德华·琼斯的提名当天，沃伯格给麦卡杜写了一封信，内容如下：亲爱的部长先生：请允许我随函附上我给参议员所写信件的复件。它包括：（1）一份声明，其大意是我的态度并不表明我本人否定参议院具有特权；（2）对达成协议的基础提出建议。协议可以用声明的形式，由希区柯克参议员在我出现在委员会之前对外发布……我希望参议员能够尽快确认以这种方式达成一致是否可行，还是必须要放弃双方相互和解的努力。”沃伯格在这封信上又加了附言：我尚未告知参议员我在与您沟通。” 92

是什么让沃伯格有信心与麦卡杜密谋策划这些事？

麦卡杜早已表明自己是团队领导者。威尔逊支持卡特·格拉斯于1913年年中提出货币法案后（其中或许借助了沃伯格），麦卡杜积极游说各方同意格拉斯的法案。格拉斯在描述麦卡杜为建立联邦储备体系展开的斗争时，对他赞不绝口：（麦卡杜）十分擅长说服他人，（而且）确实有效地开展宣传工作来压制国会内部声称要蓄意破坏货币法案的阻挠者。” 93

麦卡杜还表明了他不能忍受任何偏见。1909年，他担任哈得孙-曼哈顿铁路公司的总裁时，采取了就业机会平等政策——很久之后，这条政策才被写入美国法律。他对自己的主管芒格（E.T.Munger）说：我当然希望经营这条铁路时尽可能精打细算，但我反对以牺牲公平为代价来这么做。我们可以雇用妇女做闹市区线路的售票员，让她们与男人同工同酬。” 94 1911年，麦卡杜担任了国家公民委员会（National Citizens Committee）的主席。该委员会的目标就是要终止1832年与俄国政府签署的条约，这是因为俄国对天主教徒和犹太人采取了歧视行为。 95 1911年12月6日，委员会在卡内基音乐厅（Carnegie Hall）举行了大型集会并通过一项决议，要求国会废除与俄国签署的条约。麦卡杜与委员会下设的一个专门小组前往华盛顿，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将决议提交给国会和塔夫脱总统。麦卡杜的专门小组成员包括雅各布·希夫（Jacob Schiff）——他是库恩雷波公司的高级合伙人，而且是保罗·沃伯格的连襟。

7月29日，即沃伯格给希区柯克参议员送去便条，并狡猾地将复件送给麦卡杜的五天后，希区柯克结束在长岛南安普敦的度假，在返回华盛顿的途中于纽约稍做停留，并在那里与沃伯格见了面。随后，当人们向希区柯克问起沃伯格是否同意到委员会接受调查时，他回答道：他不会来，不过我们交谈之后，他似乎明白了（银行）委员会对他的想法，而且我们没有半点歧视他的意思。他以各种方式暗示他希望前往（银行）委员会。我相信我尽力解释情况之后，沃伯格先生的态度已经有所转变。” [96]

国会团结一心

为了更有力地应对金融恐慌，威尔逊和麦卡杜希望“尽快全面组建起新的联邦储备体系，不再拖延”。威尔逊询问司法部长麦克雷诺兹（McReynolds），美联储理事会只有5名理事时是否能宣誓就职——其中3位的提名参议院已经通过，即加州大学教授米勒、来自伯明翰的银行家哈丁及前任助理财长哈姆林，此外还有两位当然理事麦卡杜和货币监理署署长威廉姆斯。麦克雷诺兹裁决说，联邦储备法案》要求理事会的所有7位理事都得到批准才能正式组建。 [97]

法律方面的障碍迫使威尔逊马上采取行动。他承诺再提名一位候选人来替代被参议院拒绝的爱德华·琼斯，并利用自己对沃伯格的影响力敦促他重新考虑是否要到参议院银行委员会接受调查。

沃伯格其实心意已变，但将此隐藏在了爱国主义的借口下。他于7月31日（即麦卡杜关闭纽交所那天）给参议院银行委员会发电报，称出于对总统紧急请求的遵从，并且考虑到当前事态紧急，最好能尽快组建美联储理事会，我决定放弃所有个人考虑，准备尽快前往贵委员会接受调查”。 [98]

沃伯格在参议院银行委员会的主要对头是堪萨斯州的约瑟夫·布里斯托（Joseph Bristow）参议员。《纽约时报》将他称为“一位激进的共和党人”，在各种场合下利用自己在参议院的地位展示最低劣的偏见”。 [99]布里斯托在听证会召开之前表示：如果沃伯格先生出现在委员会面前，那么任何成员都可以问他任何问题。这个人能掌控他即将面对的听证会吗？我不希望他对此次华盛顿之行有任何误解。这不是午后茶会，没人能把它变成午后茶会。” [100]

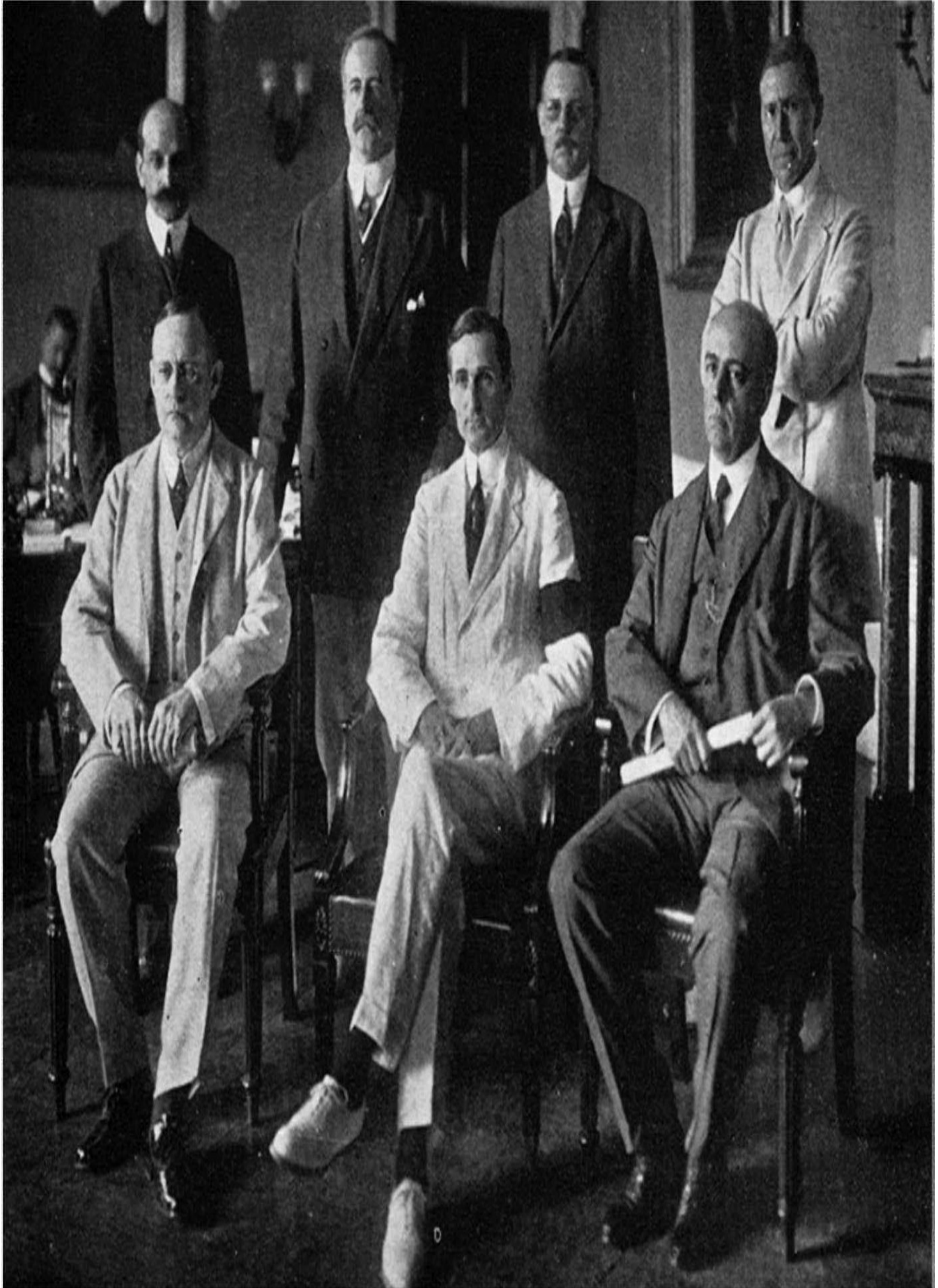
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

布里斯托并没有让人失望。他连珠炮似的指控沃伯格所属的库恩雷波公司欺骗公众。银行委员会里与他共事的同事拒绝参与此次调查。明尼苏达州的共和党参议员克努特·纳尔逊（Knute Nelson）在几天前还反对沃伯格，但在发表以下声明时改变了想法：欧洲在调动陆军和海军，美国要调动银行储备。” [101] 在8月4日（即布里斯托反复盘问沃伯格的后一天），布里斯托受到了最终惩戒：堪萨斯州的选民拒绝再提名他担任参议员。 [102]

威尔逊信守了自己的诺言。他提名来自芝加哥的弗雷德里克·德拉诺（Frederic Delano）替代爱德华·琼斯。8月6日伊迪丝·威尔逊（Edith Wilson）去世，所有国会审议相应延期。8月7日，参议院通过对沃伯格和德拉诺的提名，在危机爆发一星期后建立起了美联储理事会。

8月10日，财政部长麦卡杜主持了除他以外其他美联储理事会成员的宣誓就职仪式，并且在典礼结束时强调了理事会的宗旨：各位先生将在我国筑起抵御金融灾难的堡垒，并且为国内金融发展和海外拓展奠定基础。” [103]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美联储理事会于1914年8月10日就职当天拍摄的照片。从左到右，后排站着的人分别为保罗·沃伯格、约翰·威廉姆斯（货币监理署署长）、哈丁和阿道夫·米勒；前排就座的人分别为查尔斯·哈姆林（理事）、威廉·麦卡杜（主席）和弗里德里克·麦克雷诺兹。麦卡杜戴着黑色的臂章纪念四天前去世的岳母。

麦卡杜相信联邦储备体系将有助于平息危机。美联储可以像全球各国央行那样保护美国的黄金储备，即提高利率来吸引存款。不过他也清楚，建立美联储理事会仅仅是第一步。《联邦储备法案》将直接控制利率的权力赋予了各联邦储备银行。只有联邦储备银行可以确定贴现率，即为商业银行提供信贷时收取的利率。麦卡杜对各银行开张营业制定的时间表受到了新兴的联邦储备体系内部的强烈反对，无法顺利落实。与此同时，美国的海外负债会引发一代人的时间里最大的黄金外流。

麦卡杜必须找到临时应对方案。

[1] 1878年，柏林条约》判定波斯尼亚和黑塞哥维那等前土耳其省份由奥匈帝国“占领和管理”。1908年，奥匈帝国吞并了这两个省。许多秘密社团（包括黑手党）崛起于塞尔维亚王国和奥地利的波斯尼亚省，煽动波斯尼亚独立（请参见Remak，1959，第30页及以后各页）。

[2] 图1.1展示了《华尔街日报》报道的12只工业股票和20只铁路股票的指数。工业指数（目前被称作“道琼斯工业平均指数”）包含的股票数量于1928年拓展到30只。铁路指数（目前被称作“道琼斯交通平均指数”）于1970年更名，以反映其更加宽泛的构成。

[3] 用常规的统计显著性来衡量，7月28日股价下跌3.5%的幅度相当大，不过前一周的下跌幅度并不大。在1914年的前半年，12只工业股票指数的每日收益标准差为0.642%，20只铁路股票指数的每日收益标准差为0.597%。因此，如果工业股票股价每天的变动幅度达到1.26%（即1.96乘以0.642%）以上，铁路股票股价每天的变动幅度达到1.17%（1.96乘以0.597%）以上，那么这些幅度都算相当大。从7月22日收盘至7月24日收盘，这两天的收益潜在相关，因为奥地利的最后通牒是在当地时间下午6点送至塞尔维亚（当时纽交所仍然可以对此做出反应），但它们并不具备统计显著性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[4] 1907年3月14日，工业股票指数下跌8.29%（请参见Siegel，1998，第183页）。大通国民银行主席巴顿·赫本将此称为“富人的恐慌”。他表示，这是一场富人的恐慌。无论其结果多么严重，都不会具有灾难性”（《纽约时报》，1907年3月15日第2版）。Sprague（1910，第241页）用这个词来描述1907年3月这一整个月。1903年的股价下跌也被称为“富人的恐慌”（《纽约时报》，1903年11月18日第WF2版）。1914年7月30日，12只工业股票指数下跌6.9%，20只铁路股票指数下跌5%，其跌幅均具有统计显著性。

[5] 统一证券交易所（Consolidated Stock Exchange）也提供了证据，表明股价原本可以在7月31日稳定下来。统一证券交易所自1875年开始营业。1914年7月31日早上，它照常于9：30开门营业。纽交所宣布闭市之后，统一证券交易所于10点闭市。统一证券交易所专门从事在纽交所挂牌上市的公司的零碎股交易（交易单位低于100股）。在9：30到10：00，有6只股票在统一证券交易所进行了交易。2只股票价格上涨，2只股票价格下跌，还有2只股票价格没变（请参见Silber，2006）。欧洲投资者原本不会把他们的卖出委托放到统一证券交易所——在头半个小时里，通常每只股票只会交易几百股——但在卖出压力悬而未决的情况下，买家原本会压低出价，同时等待纽交所开门营业。统一证券交易所的开盘价如此稳定，证实了市场上将出现买家的新闻报道并非空穴来风。

[6] 很多知名经济史学家和金融史学家都认为股价原本会下降。继1910年完成对国家银行体系危机的经典研究之后，Sprague（1915，第513页）在后续研究中赞赏了关闭纽交所的决定：如果没有在7月31日周五关闭纽交所，那么当天证券价格的下跌幅度会相当大，会导致众多经纪人及其客户破产，或许银行的损失也会很大。”Friedman and Schwartz（1963，第172页）接受了Sprague对这场危机的描述。Chandler（1958，第55页）在其著名的本杰明·斯特朗传记中进一步延伸了Sprague的观察：如果不关闭纽交所，证券价格持续下跌，用证券担保的贷款大面积遭到催付，而且外国投资者卖出大量股票加重了对外支付的负担，那么普遍性货币恐慌几乎在所难免。”相反的证据请参见Silber(2006)。

[7] 蒙特利尔、多伦多和马德里都于7月28日关闭了证交所；维也纳、布达佩斯、布鲁塞尔、安特卫普、柏林和罗马于7月29日关闭证交所；圣彼得堡、巴黎证券交易所以及所有南美国家的证交所均于7月30日关闭；伦敦也于7月31日在纽交所开盘之前关闭了证交所。（Noble，1915，第9页）唯一的例外是：在一定程度上，巴黎证交所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的交易大厅并未关闭，直至政府于9月2日即将疏散市民时才正式关闭。”Keynes，1914，第461页）

[8] 第八章详述了麦卡杜与斯特朗和沃伯格之间的斗争。

[9] 当然理事(ex officio)意味着财政部长及署长凭借着自己的职位自动成为美联储理事，而不是总统任命的在理事会中有任期的理事。总统从他委任的5位理事中指派一位理事，担任美联储理事会的首席运营官。该理事还在财长缺席的情况下主持会议。

[10] 格林斯潘和沃尔克都不是财长。20世纪30年代，联邦储备法案》曾进行修订来区分这两个职位。在一个令人费解的疏漏中，美联储理事会的网站（www.federalreserve.gov/bios/boardmembership.htm）未能在历任主席的名单中加上麦卡杜。与此相反，它将查尔斯·哈姆林作为第一任主席。事实上，主席确实是麦卡杜，哈姆林担任了理事一职。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章
欧洲抢金潮

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1914年7月27日那一周，50余艘船一字排开停在纽约港。它们将驶往马赛、那不勒斯、汉堡、鹿特丹港、哈瓦那和里约热内卢。104当地新闻媒体特别关注了三艘船的离港：7月28日德国船只“王太子妃茜茜莉号”(Kronprinzessin Cecilie)出发前往不来梅，丘纳德公司的邮轮“卡曼尼亚号”（Carmania）计划于7月29日出发前往利物浦，法国汽船“萨瓦号”（La Savoie）也于7月29日出发前往勒阿弗尔。它们都不是德国、英国和法国商船队中最大或最快的船只，但它们装载的货物创造了历史纪录。

《华尔街日报》报道称：7月28日，金融危机中最引人注目的事态发展是出口黄金达到1 475万美元且主要目的地是伦敦。毫无疑问，这个金额创下了单日黄金发货的最新纪录。”105《华尔街日报》所说的单日纪录指7月29日计划出口的黄金数量。这批黄金分别由“卡曼尼亚号”和“萨瓦号”负责运输，前者装载了价值1 225万美元的黄金，后者装载了价值250万美元的黄金。7月28日，王太子妃茜茜莉号”装载了价值1 070万美元的黄金离开纽约。7月23日奥地利发出的最后通牒刺激黄金出口在不足一周的时间里超过2 500万美元，是1900年以来的单月平均出口量的5倍之多。[1]

在欧洲日益卷入战争之际，谁安排了这些船只运输黄金？就像承销重大的债券发行一样，纽约银行业精英共同承担了这些业务：其中价值1 000万美元的黄金来源于担保信托公司，价值650万美元的黄金来自国民城市银行（National City Bank）（即现在的花旗银行），价值250万美元的黄金来自拉扎德公司（Lazard Frères），价值175万美元的黄金来自高盛。106

在欧洲对这种贵金属的疯抢之下，金价有何反应？它会像1869年9月24日周五杰伊·古尔德（Jay Gould）操纵黄金交易所价格那样，在短短几个小时内急升15%？107还是会像一个世纪后的20世纪70年代末纳尔逊·亨特（Nelson Bunker Hunt）在纽约商业交易所（Comex）囤积白银，导致白银在不足一年的时间里价格翻了两番？[2]

当大宗商品交易员像买卖小麦或玉米那样买进卖出黄金时，投机狂潮愈演愈烈，同时金价剧烈波动。《纽约时报》是这样描述1869年9

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

月24日黄金交易所的黑色星期五（即古尔德操纵金价这天）的：交易所尚未开门，房间里就挤满了会员和观众，走廊和楼梯上也站满了努力挤进交易所的人。新街（New Street）被分散在华尔街和宽街（Broad Street）上的人群堵得水泄不通……数百名情绪高涨的交易员像疯了一样大声呼喊。在一瞬间，他们的脸色似乎一片惨白……站在那里不知所措，汗流浃背。” [108]

到1914年，狂热的公众不再为黄金交易展开搏杀。因为自1879年1月1日起，美国财政部依据1875年的《恢复铸币支付法案》（*Resumption Act*）恢复了纸币与黄金的自由兑换，黄金的美元价格被锁定为每100美元纸币对应100美元铸币（即金币）的平价。 [109] 重新启动黄金与纸币的可兑换终结了黄金的美元价格波动（美国内战期间暂停美元与黄金的兑换之后，黄金的美元价格开始波动）。黄金的当年最高价一直在稳定回落，从1864年的285美元下降到1878年的107美元，只在1869年受到古尔德的推动直线上升至162美元。 [110]

1878年12月17日，纽交所的黄金部（即之前的金交所）俨然奏响了一曲挽歌：在12：29，60号交易位的希姆贝纳特（Gimbernat）先生以平价向新街16号的吉莱（P.Gillet）卖出价值1万美元的黄金。这是16年来第一笔平价卖出黄金的交易。交易进行时房间里几乎空无一人，因此交易悄无声息地完成了，只有三四个人对此略有所知。” [111] 这与10年前黑色星期五的盛况相比确实令人失望——后者更像是执行公共绞刑时的中世纪广场，而不是纽交所的一个部门。人们用了近百年时间才在组织完备的国家交易所里重新启动黄金交易。 [112] 1975年1月，纽约商业交易所开创了黄金期货交易，距尼克松总统切断美元和黄金之间的官方联系过去了四年。 [113]

1879—1975年的金价是由什么决定的？1914年，金本位像紧身衣一样紧紧锁定了这种贵金属的价格。所有遵循金本位的国家都承诺保持黄金的本币价格不变。举例来说，美国财政部将每盎司黄金的价格固定为20.671 8美元 ——任何人希望从愿意卖出黄金的人那里买入黄金，或任何人希望将黄金卖给希望买入黄金的人，都必须遵循这个价格。 [3] 同样，英格兰银行将黄金价格定为每盎司4.247 727英镑。

美国财政部和英格兰银行不仅预防了金本位下的黄金价格波动，而且确定了美元和英镑之间的固定汇率。去伦敦游玩的游客需要英镑时，可以用20.671 8美元在财政部购买一盎司黄金，然后将它在英格兰银行换成4.247 727英镑。因此，要购买一英镑，需花费4.866 5美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元（相当于用20.671 8美元除以4.247 727英镑）。[4]这个汇率被称作“法定平价汇率”，因为它是将黄金这种贵金属“铸”成政府法定货币得出的（这里的“政府”指英格兰银行或美国财政部）。

美元兑英镑的汇率不过是用美元体现的英镑价格。就像1914年7月1日60.75美元可以在纽交所购买一股美国钢铁公司的股票一样，4.866 5美元可以在当天通过美国财政部和英格兰银行买到一英镑。包括游客在内的绝大多数普通人并不通过官方渠道把美元换成英镑。相反，他们会给外汇经销商（如担保信托公司）打电话了解汇率。人们依靠外汇经销商之间的竞争以及黄金装运的期权来锚定实际汇率，使其接近法定平价。

在第一次世界大战爆发之前，金本位的约束使欧洲的黄金需求对金价影响不大。然而，在1914年7月27日那一周，欧洲的黄金需求促使纽约各大银行及信托公司纷纷将黄金运往欧洲，其中包括担保信托公司运出的高达1 000万美元的黄金。负责外汇操作的担保信托公司副总裁麦克斯·梅安排“卡曼尼亚号”于7月29日将价值1 000万美元的黄金运向国外。要记得梅曾在1914年1月麦卡杜的联邦储备体系听证会上做证，以说明央行在控制黄金流动方面扮演的角色。他能第一手掌握黄金的出口情况。

1883年，22岁的麦克斯·梅用五年时间学习外汇业务后，从出生地德国移民到美国。[114]他先供职于芝加哥的第一国民银行，并于1888年获得美国国籍。1904年，他搬到纽约并开始在担保信托公司工作。到1914年5月，梅已经使担保信托公司拥有特许经营权，被视为“实际控制纽约外汇业务的三强之一”。[115]

是什么使麦克斯·梅将价值1 000万美元的黄金装上“卡曼尼亚号”？梅之所以这么做，是因为英镑价格在7月27日那一周飙升到“前所未有的水平”时，他可以大赚一笔。[116]如果近距离研究一下梅的业务，我们就可以一窥黄金套利这个极其隐秘而相当暴利的世界。

外汇汇率

早在7月23日奥地利向塞尔维亚发出最后通牒那天，金融市场就预期黄金出口会扩大。这不仅是因为最后通牒必然意味着战争，而且因为英镑与美元之间的汇率使这种贵金属打包运往英格兰会赚取丰厚的利润。《华尔街日报》观察说：周四（7月23日）黄金恢复出口……引发了人们对本周（外汇）市场投机活动的空前关注。（市场）大踏步

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前进至当前的汇率水平，即4.881 5美元，导致黄金出口恢复。” 117

为什么每英镑兑4.881 5美元的汇率推动了黄金出口？假设美国的服装生产商欠英国出口商一船设特兰羊毛的货款42 477英镑。美国生产商会向麦克斯·梅等外汇经销商购买英镑。梅从哪儿弄到这么多英镑卖给别人？他通常从美国出口商那里购买英镑，如将棉花运往利物浦卖掉拿到英镑货款的农民。梅等外汇经销商作为中间人，从一位客户（如棉农）那里买到英镑，再迅速转卖给另一位客户（如服装生产商）。

如果梅以每英镑兑4.881 4美元的汇率从棉农那里买到英镑，再以4.881 5美元的汇率卖给服装制造商，那么会从每英镑的交易中赚到0.000 1美元。在这笔交易中，他的总利润为0.000 1美元乘以42 477，即4.25美元。如果梅买进卖出英镑的规模足够大，那么他的收入还不错。不过在每英镑兑4.881 5美元的汇率水平上，把黄金运往伦敦并换成英镑的收入是买卖英镑的10倍。梅由此成为黄金套利者。

麦克斯·梅是这样操作套利的。他以4.881 5美元的汇率将42 477英镑卖给美国服装生产商，拿到207 351美元（即用4.881 5美元乘以42 477）。随后，他拿着这笔美元到财政部以每盎司20.671 8美元的官方价格购买10 000盎司黄金（206 718美元相当于用20.671 8美元乘以10 000盎司得到的结果），随后把这些黄金运往伦敦，以每盎司4.247 727英镑的官方价格在英格兰银行换成英镑。此时他持有42 477英镑（相当于用4.247 7英镑乘以10 000盎司），然后再把它卖掉。这样梅从中赚得633美元差价，即207 351美元与206 718美元之间的差额。这633美元必须足够支付他将黄金从纽约运往伦敦的运输成本。剩下的就是他此次交易的利润——由于这笔交易没有任何风险，所以被称作“套利”。

梅未在政府听证会上做证时，他一生中有不少时间都在担忧运输成本的问题。他悉心关注相关的具体细节。《华尔街日报》描述了大致流程：美国检验署（Assay Office）将黄金大致压成六英寸 [5] 长、四英寸宽和两英寸厚的金块再运走。每块金块上都有戳记标识准确的重量和纯度，并盖有美国检验署的印章。核对这些金块的数量之后，就将它们很快送去银行的打包室。[在那里]经过再次核对后，放进小桶里。每块金块都放在锯末床上以避免磨损。每个桶里将装进价值5万美元左右的黄金。桶里装好金块并且由修桶匠装上桶头用钉子固定后，送到盖印人处并且分别打上标记[直至]整船货物准备送往码头……货车抵达码头后，这些贵金属在事务长的安排下被迅速送往轮船的保险库。” 118

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《华尔街日报》报道称，在战争爆发之前，黄金运输的总成本为0.28%，其中包括保险、所放弃的利息、管理费和运费。119 因此，梅运走的10 000盎司黄金价值206 718美元，运输成本共计578.81美元（相当于用206 718美元乘以0.002 8）。梅此次交易的利润为54美元（相当于633美元减去578.81美元），买一套全新的高尔夫球杆（需要25美元左右）绰绰有余。[6]

麦克斯·梅在外汇业务浸淫35年后，蒙着眼睛也能操作黄金套利。当英镑和美元之间的汇率定为4.881 5时，他可以自己把黄金装进箱子里来满足服装生产商的需求。即使套利交易规模不大，也令人难以抗拒，因为他们可以为担保信托公司价值数十亿美元的外汇操作带来丰厚的利润，且没有任何风险。120

麦克斯·梅希望客户能够满意。他买入卖出的黄金越多，利润就越高。他或许曾提出按4.881 4美元的汇率向美国服装生产商卖出英镑（这样他的利润为50美元——仍然足以买一套高尔夫球杆），以避免自己的客户转投其他外汇经销商，如国民城市银行。外汇经销商之间的套利竞争导致外汇汇率不会与4.866 5美元的法定平价和黄金运输成本之和相去太远。4.88美元的汇率（即4.866 5的1.002 8倍）刚好能覆盖运输成本，被称作“黄金出口点”。当汇率缓慢变动，超过4.88美元的水平时，经销商就会出口黄金，因为这正是他们的获利方式。同样，低于法定平价的汇率被称作“黄金进口点”，汇率低于这一水平时会引发美国的黄金进口。121

7月13日（即奥地利发出最后通牒当天），英镑与美元的汇率为4.881 5，因此担保信托公司、国民城市银行、拉扎德公司和高盛将黄金运往欧洲有利可图。不过为什么汇率会率先上扬到这个水平？为什么英镑的价格没有接近4.866 5美元的法定平价？

当大量美元在外汇市场上追逐少量英镑时，英镑的价格会上升，就像美国钢铁公司的股票数量有限，投资者愿意增加对它的投资时，它的股价就会上扬。没人能确定股票市场（或外汇市场）上买方和卖方的身份，因为经销商会像对待国家机密一样把他们的客户名单严严实实地藏起来。不过《华尔街日报》在7月24日暗示说：美国证券的欧洲持有者被（塞尔维亚）和奥匈帝国之间的紧张关系吓坏了，因此大量卖出美国证券……这是汇率上扬并向出口点靠近的主要原因。”122 换句话说，战争的威胁促使英法投资者将卖出股票获得的美元收益在外汇经销商那里兑换成英镑（和法郎）。由于英国投资者希望持有更多英镑，同时减少美元的持有量，所以英镑价格上升到4.881 5美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不过英镑价格达到黄金出口点后，麦克斯·梅等外汇经销商戴上套利交易的安全帽，开始24小时连轴转的工作模式，竭尽所能为有需求的英国投资者提供英镑。在这个过程中，他们做到了两件事情：为公司赚到安全无风险的利润，在黄金出口点的水平上为外汇汇率设置了上限。

麦克斯·梅和其他从事汇率套利的同行运往欧洲的黄金足够多，所以从7月23日周四一直至周末，汇率水平都保持在上限以内。7月24日周五，英镑的价格没有变化，甚至在周六小幅上升至4.882 0美元。[123]不过到7月27日周一，英镑价格猛烈击穿出口壁垒，仿佛这个壁垒是用纸做的，而非黄金。

此时麦克斯·梅在哪里？

外汇危机

7月27日尚未宣战，但《华尔街日报》已经描述了当时的混乱：最资深的经纪人也未见过的情况横扫了周一的外汇市场。市场几乎全面陷入混乱状态，汇率报价剧烈波动，经纪人屡屡打消交易的念头……英镑的汇率被推到史无前例的水平——4.92美元。”[7]

4.92美元这个汇率到底有多不寻常？美国国家货币委员会在1910年收集的日常记录表明，自1889年开始，英镑的价格从未升到4.90美元以上，[124]证实了《华尔街日报》将4.92美元的汇率水平描述为“史无前例”并非虚言。在1914年上半年，英镑的汇率最高值为4.89美元，不过在黄金出口的重压下上升势头减弱。

4.92美元的汇率将麦克斯·梅的套利业务变成了摇钱树。他将42 477英镑卖给服装生产商只赚54美元，而通过套利可以赚到1 690美元。[125]梅做这一单交易就可以买到豪华型佩奇（Paige）36型汽车（这款车的配置包括电灯和起动系统，报价为1 275美元）。[126]如果4.92美元的汇率在1913年这一整年里保持不变，那么他在伦敦外汇交易所的业务能赚到1 400万美元，相当于担保信托公司所有资本金的无风险回报率达到43%（而且压根儿没有动用公司的资本金）。[8]梅原本可以不断按4.92美元的汇率卖出英镑，换成黄金后运往伦敦，直至名利双收被任命为公司总裁。那么他是在新买的车里睡着了，还是某些事情或某些人阻止了他一直闷头做套利业务？

7月26日周日（即英镑汇率达到4.92美元的前一天），纽约时报》的头版头条宣布塞尔维亚和奥匈帝国的外交关系正式破裂：最后通牒要求遭拒，奥地利部长被召回。”[127]奥匈帝国皇帝弗兰茨·约

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

瑟夫还对奥匈帝国全境颁布了戒严令。奥地利于7月28日周二的宣战几乎只是个形式，但绝大多数人仍然没有预料到这场冲突会将列强悉数卷入。《纽约时报》的头版报道宣布奥地利拒绝了塞尔维亚对最后通牒的回复，也包括了以下内容：英国力争和平：希冀通过调解平息问题。” 128

美国财政部是否以外交冲突为借口削减了以每盎司20.671 8美元的价格可以买到的黄金数量？或许财政部改写了约翰·凯恩斯为英国政府提出的建议：要维持黄金支付……同时使平民百姓极难获得黄金。(譬如)只能从英格兰银行的总行拿到黄金。” 129美国财政部切断黄金供应会像木桩穿心一样扼杀麦克斯·梅的套利业务，使英镑的价格不受限制地持续上涨。

美国财政部之前就曾经改变过套利的游戏规则。1891年3月18日，拉扎德公司申请购买价值50万美元的金条运往德国。财政部出台临时规定，要求“不得将金条用于出口”，迫使银行家勉强接受国库分库提供的金币。 130金条和金币出口海外时，前者的优势在于，金币会在日常使用中磨损，而金条不会。在欧洲，美国金币需精确称重后根据实际黄金含量兑换成相应的外汇，而在美国国内，它们的价值不会受到正常使用磨损的影响。出于同样的原因，出口商倾向于将双鹰金元（面值20美元）等高面值美国金币用于出口，而不太愿意使用鹰徽金元（面值10美元）和半鹰金元（面值5美元）。

拉扎德公司到财政部兑换价值50万美元的金币时，助理司库罗伯茨（Roberts）发布的新规定无异于雪上加霜，要求“根据现有各种硬币的数量，按比例支付金币……即可领取价值28.5万美元的双鹰金元，价值14.5万美元的鹰徽金元和价值7万美元的半鹰金元”。罗伯茨向公众保证：财政部完全有能力满足任何提取金币的潜在需求……(不过)一个公平适当的方法是按照合理的比例为所有领取黄金者提供不同面值的金币。” 131

在1927年7月27日开始的那整整一周里，财政部从来没有犹豫是否要改变以每盎司20.671 8美元的价格兑换黄金的承诺。并不是财政部导致套利者没有对7月27日英镑价格暴涨至“前所未有的水平”这一情况做出反应。《华尔街日报》强调说：在某些方面，黄金出口量达到史无前例的水平时英镑的价格仍然维持高位，看起来多多少少有些反常。” 132是什么导致麦克斯·梅对套利业务望而却步？

7月27日提取的价值250万美元并在两天后通过“萨瓦号”运往法国的金条，掏空了纽约国库分库的所有金条存货。最后一批金条被拉扎德公司取走了。麦克斯·梅只得接受国库分库提供的金币，并于7月29日把它们装上“卡曼尼亚号”出口到国外。 133助理司库罗伯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

茨于1891年发布的金币分配法令在1914年7月时仍然生效，所以梅运送到海外的黄金中也包括鹰徽金元和半鹰金元，但这并没有妨碍他的套利业务。

金币磨损只会导致套利成本增加0.07%，这意味着黄金出口点从4.88美元上升到4.883 5美元。 134 梅认为：在当前(外汇)报价下，把黄金出口到全球任何一个国家都可以赢利。” 135 汇率对大批黄金出口的反应是从7月27日的4.92美元下降至7月28日和7月29日的4.915美元。但为什么套利行为没有导致汇率持续下行至4.883 5美元？

海上保险公司丘博保险（Chubb & Sons）的珀西·丘博（Percy Chubb）暗示战时的保险费率削弱了套利者对汇率造成的下行压力：(我)从来没见过黄金的(保险)费率像现在这么高。” 136 7月28日运输黄金出港的“王太子妃茜茜莉号”为每100万美元的黄金支付了600美元保费，而正常情况下的费率为500美元。 137 7月29日起航的“卡曼尼亚号”支付的保费增加了两倍，变成每100万美元的黄金支付保费1 500美元。 138 不过这些数字比起即将袭来的狂风巨浪，不过是水面涟漪而已。7月30日周四，纽约时报》报道称：海上保险公司不愿承担新的风险，不过现在价值100万美元的黄金的保费为……1万美元。” 139

急速飙升的保费严重破坏了麦克斯·梅的黄金套利业务。1%的费率（即1万美元除以100万美元）将黄金出口点推高至4.93美元。 140 不过在一天之内，英镑就将这个膨胀了的障碍远远甩在后面。

7月30日周四，英镑的汇率飙升至4.98美元，比新的黄金出口点高出5美分。《华尔街日报》强调说：要说过去几天里外汇市场的情况前所未有，这种描述完全属实，但对于实际局势传达出的观点并不合适。事实上，即使经验最丰富的交易员也永远不会想到在一系列阴差阳错之下，英镑的汇率会被推升至4.98美元。” 141 《华尔街日报》解释了为何对英国货币的需求螺旋形上升：外国人投资账户通过直接电报卖出巨额美国证券，恰好在供给极少时催生了对（英镑）汇款的额外需求。” 142 欧洲投资者想要英镑而不是美元，显然他们为了买到英镑宁愿多出5美分。

美元有什么不好？

在正常情况下，没有什么会驱使投资者追求安稳，而战争期间的不确定性可以做到这一点。1914年，英镑是全球最安全的货币。绝大多数国家的国际储备都是黄金或英镑。 143 美国不时出现银行止

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

付的情况，损害了美元的信誉——最近一次止付出现在1907年。1907年大恐慌破坏了美国金融的信誉。[9]——由于英镑属于避险货币，所以相对美元升值。

然而，这些因素都没有降低梅的套利操作利润。他可以把英镑卖给任何愿意按4.98美元的汇率购买英镑的人，用其收益在美国财政部购买黄金，再将这些黄金运往英格兰银行，换成他刚刚卖出的英镑。梅每交易一英镑，他的收益为5美分（4.98美元与4.93美元的差额，后者为每英镑的法定平价汇率与战争期间保险费的成本之和）。套利交易的利润率超过了以往任何时候，而且原本应该迫使英镑汇率回到4.93美元的黄金出口点，但因为一个细节而未能出现这种情况。

梅需要船只将黄金运到大西洋对岸。尽管在7月27日那周里，有50艘远洋邮轮计划离开纽约港，但并不是所有船只都能为梅所用。在这50艘邮轮中，计划前往欧洲的船只不足20艘，其中按计划切实启程的船只更少。由于“德国船只收不到保费” 144 和“保险公司不愿为价值超过1 000万美元的单批货物承保” 145 ，所以有足够运输空间的船只就更少了。《纽约时报》观察说，随着航班不断取消，保险公司对可以运输黄金的船只收取的保费率高得令人却步，所以几乎不可能将黄金运往欧洲”。 146

很多谨慎的套利者拒绝用潜在交战国的商船舰队运送黄金。《华尔街日报》称：部分国际交易所要么因为无法利用保险来抵御战争风险，要么因为拒绝接受眼下普遍高得惊人的保费率，所以无法安排货运。他们可以通过‘圣路易斯号’（St.Louis）来运送货物。‘圣路易斯号’是美国船只，因此即使（欧洲）列强之间爆发战争，也不会被牵连其中。” 147

这种谨慎完全合乎情理，特别是在德国船只“王太子妃茜茜莉号”的遭遇之后——7月27日，它启程将创纪录的黄金出口中的一部分运往欧洲，但在随后一周就被迫返航而未能将货物运抵目的地。[10]——外汇经销商苦苦思索该如何操作黄金。《华尔街日报》称：银行已经卖出（外汇）换回黄金。除非这些金属被运上另一艘船进行后续操作，否则它们的外汇会极度‘匮乏’。” 148 经销商需要把黄金运至英格兰来购买他们承诺为客户提供的英镑。

外汇市场的混乱促使主要外汇经销商为了应对日益升级的危机迅速召开会议。外汇银行家建立了一个委员会，在紧张局势结束之前每日碰面，使所有经销商接受委员会认定必要的监管规定”。 149 《华尔街日报》向麦克斯·梅问起“王太子妃茜茜莉号”被迫带回美国的黄金要如何处置——梅也是外汇银行家委员会的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成员，他回答说：黄金会留在这里，存入安排此次黄金运输的银行在国库分库的账户中。要在战争的基础上考量外汇交易，现在根本不可能将黄金运往海外。” 150

我们简要总结一下：在7月27日那周德国、英国、俄国和法国宣战之前，梅及其他外汇银行家不遗余力地从财政部提取尽可能多的黄金。但船只情况和保险就像码头装卸工突然罢工一样牢牢地束缚着梅及其同行。由于梅等人无法像他们希望的那样频繁进行套利操作，所以虽然黄金出口点已经大幅提高，但英镑的价格仍然一路上涨，超越了黄金出口点。7月31日周五，英镑汇率进一步攀升到前所未有的高度——6美元，一位未提及名字的外汇交易员举起双手大喊道：这简直就是犯罪。” 151

图2.1展示了1914年英镑与美元之间的汇率情况，反映出这场危机的规模。[11]在1914年上半年，英镑的价格变动幅度较小，表明外汇经销商在进行套利操作。7月底突然爆发的恐慌情绪将英镑价格一路推升到一代人的时间里从未见过的水平。在8月第一周，外汇价格从人们的视野里消失了，只有几笔交易在私下里成交。[12]在之后的一周里，外汇报价再次出现，但震荡幅度大得极不寻常。这种情况一直持续到年末。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

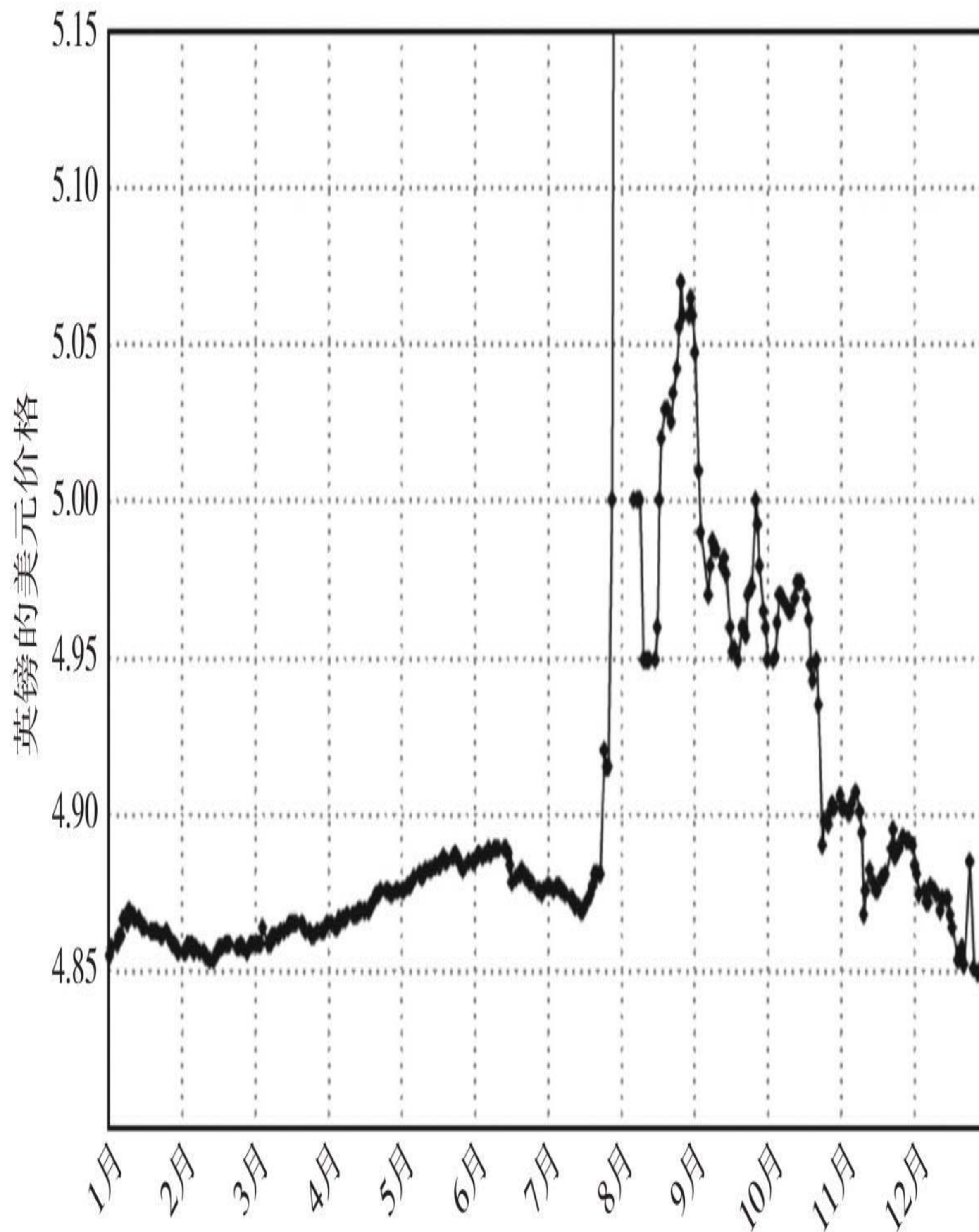


图2.1 1914年的英镑汇率情况
资料来源：《华尔街日报》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在1914年8月2日那一周，列强之间纷纷宣战，将黄金运往海外的念头成了白日梦。直到英格兰银行伸出援手，美国经销商才能再次安排黄金出口。在战争暂时中断出口之前，银行家造成了多大破坏？

黄金记分卡

8月1日《华尔街日报》报道说：昨日地方银行和个人从国库分库提取了数量可观的黄金。约15个人在国库分库大厅的付款窗口排队兑换黄金。银行送信人频频出现在队伍里，而且时不时就有信息四处传播，称银行要继续提取黄金来应对可能出现的任何紧急状况。” 152

财政部长麦卡杜向公众保证，国库的纽约分库不会出现黄金不足”， 153 并用实际行动支持了这个声明。《纽约时报》称：财政部在密切关注纽约分库的黄金供给不断减少的情况，并且从其他分库调拨黄金来补充纽约分库的黄金供给。昨天又有价值1 000万美元的黄金通过包裹邮递系统从费城送到纽约分库。其他较远的分库提供的黄金也在运往纽约的路上……首席邮政督察员詹姆斯·科特柳（James T.Cortelyou）……亲自安排了运输细节。满载黄金的邮政车从宽街站开出后，10名邮政督察员手持弹匣手枪，蹲坐在400个装满黄金的帆布袋上守护着它们。” 154

一天前的《华尔街日报》记录了以下场景：在20多人的保护下，7辆大型美国邮政运货卡车于昨天下午3点开往（纽约）分库，将成堆装满黄金的邮递袋存入分库。据估计这批黄金至少价值5 000万美元。然而，截至本报付印时，无论邮局还是财政部官员都没有就此发布官方消息……这是第一次通过邮政服务运送黄金。人们相信这批黄金是从华盛顿的国库运来的。” 155

以军事行动般的精度在工作日下午将黄金运送至华尔街的心脏，这种行动已经无须政府再发布正式声明。路人也会由此断定，美国财政部拥有的这种贵金属足以满足取现的需求。麦卡杜在运送黄金的时候就已传递出这个消息。

战争导致欧洲对黄金的需求不断升级，由此造成的威胁迫使麦卡杜上演了这场戏码。财政部在黄金支付方面的债务超越了它现有的资源。 [13] 自7月23日奥地利发出最后通牒就开始的黄金外流只是全局形势的一部分。在整个7月，出口海外的黄金价值3 300万美元以上，进口黄金的价值仅有300万美元。 156 净进口（用进口量减去出口量）跟踪记录了进入美国的黄金数量。在1914年7月，净进口相当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于-3 000万美元——即美国的黄金出口比进口多出3 000万美元。黄金净进口为-3 000万美元确实很不寻常。

图2.2展示了1900—1914年底黄金的月度净进口情况。157在1914年之前，每月的黄金净进口均值在100万美元左右。换言之，在1900—1913年的14年间，美国每月的黄金进口量比出口量平均多出100万美元。在此期间，只有两个月的净进口量超过-3 000万美元（1904年5月的净进口为-3 260万美元，1910年4月的净进口为-3 420万美元）。7月的黄金外流规模本身就让人们有理由感到担忧，[14]但需要担心的问题还不止这些。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

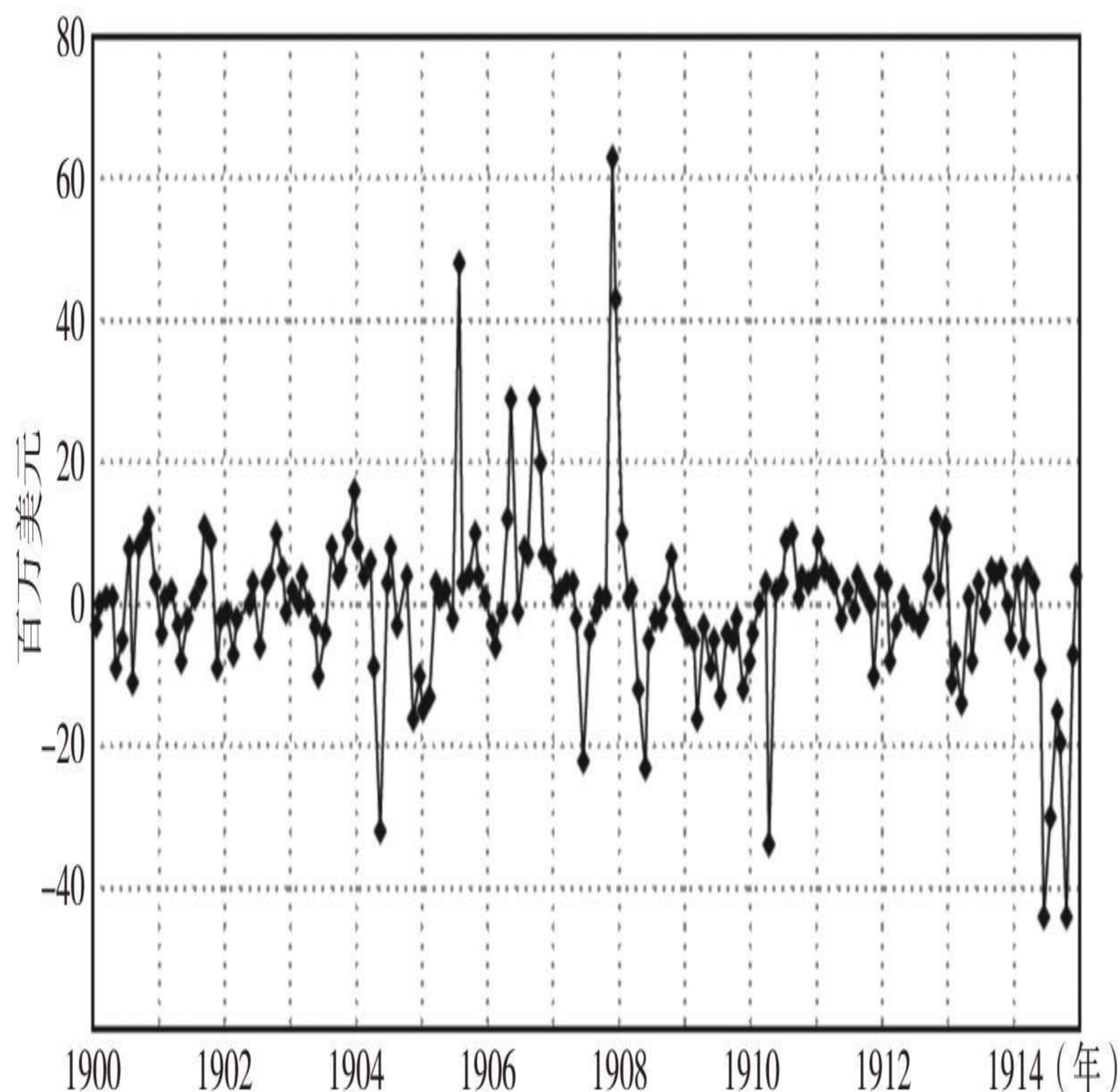


图2.2 1900—1914年黄金净进口
资料来源：美国财政部《年度报告》。

我们可以通过图2.3更仔细地观察1914年各月的黄金净进口。7月的-3 000万美元的净进口并不是当年7月底前最大的负净进口量。在它之前，6月的净进口为-4 400万美元，是1900— 1914年年中最大的单月黄金外流量。1914年6月和7月这两个月的黄金外流总量比其他任何连续两月的黄金外流量高出3 000万美元。7月23日奥地利发出最后通牒引发的黄金外流使人们忧心忡忡的原因不仅在于战争会进一步对美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国的黄金储备有提取需求，而且因为7月的黄金外流量是15年来最大的单月外流量。

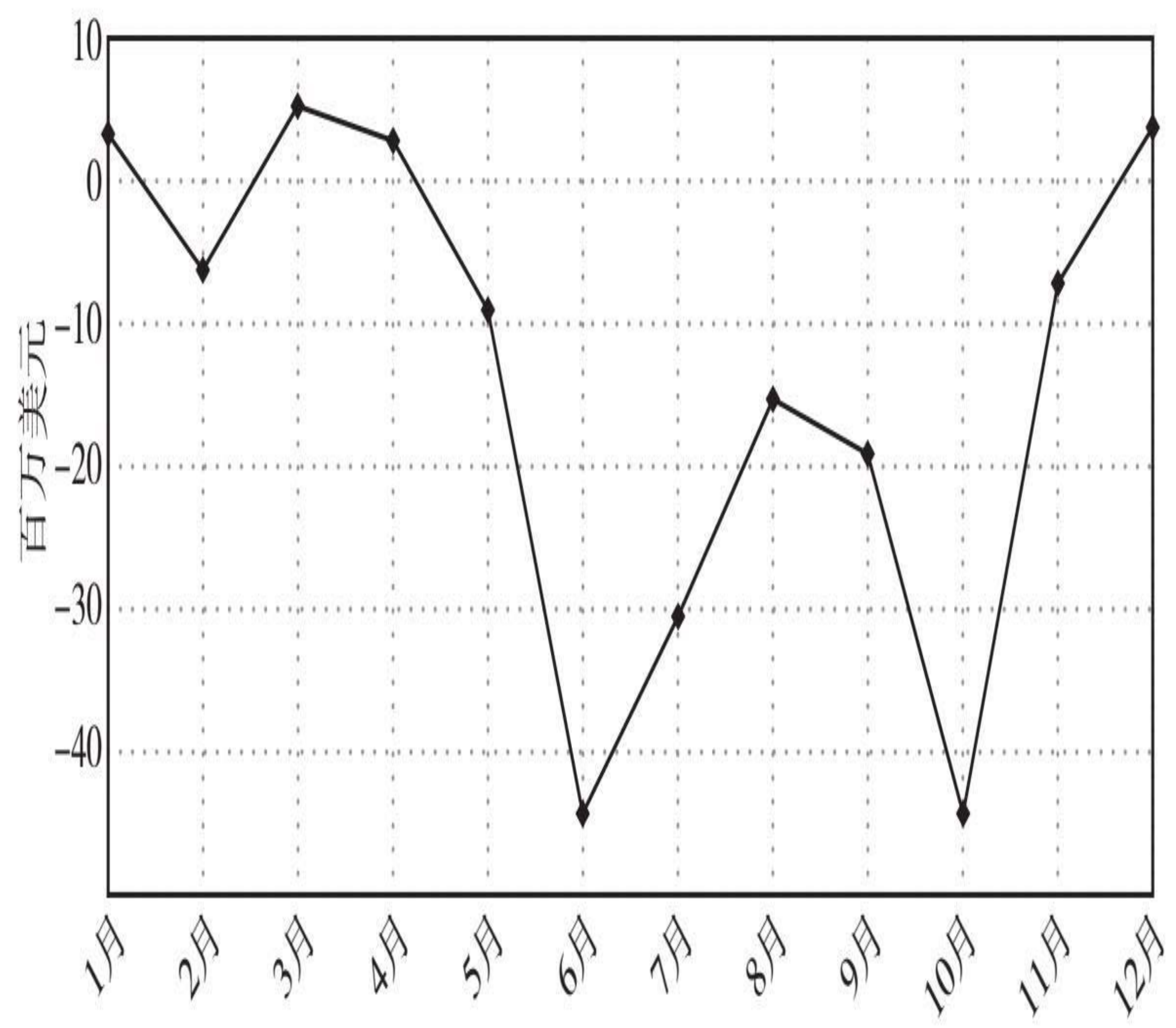


图2.3 1914年黄金净进口
资料来源：美国财政部《年度报告》。

公众很早就意识到这种黄金外流量史无前例。正如《华尔街日报》在6月11日的报道中表示：黄金出口的规模正在引起人们的广泛关注。在一段时间内，只有少数极具远见的银行家认识到这种形势……他们意识到欧洲已经在悄无声息地大规模卖出美国证券，而且在这个过程中，我们的海外资产已经在逐渐减少。” [158] 为什么早在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1914年6月28日斐迪南大公被刺杀之前，欧洲就已经在卖出美国证券并积蓄黄金？

起初《华尔街日报》将外国投资者卖出美国股票和债券的做法解读为他们对威尔逊政府排斥商业的态度所做的反应：只要政治环境没有变化，那么外国投资者对美国证券的看法就不会有太大改观。当时人们对大企业的不满以及铁路陷入的困境让欧洲人感到沮丧。或许比起外国投资者的态度发生转变，允许提高收费对铁路以及整个国家都更有利。” 159 《华尔街日报》利用各种机会游说华盛顿提高铁路票价使美国铁路摆脱困境。

到了6月20日，就在抨击国内政策两天后，华尔街日报》将关注点转向国际阴谋论，称黄金外流分析表明，俄国神秘高价买入，国外形势错综复杂”。 160 它对这个不祥的标题的解释是：英国的目标似乎并非获取黄金，而是避免法国和俄国掏空英国的黄金储备……然而，俄国已经成为最有竞争力的买家。它以前所未有的高价购买黄金，而其中缘由尚不得而知。市场中暗流涌动，推动了俄方不寻常的举动。我们看不见这股暗流，也无从追踪。” 161

《华尔街日报》早在1914年4月24日就报道了俄国囤积黄金的行为：国际银行业的注意力指向了俄国，因为它大量吞进（南非）新开普投放在伦敦市场上的黄金。在过去几周里，它与印度平分了每周的黄金货运量。” 162 它对俄国囤积黄金的行为补充了另外一个原因：据称俄国进口黄金的真实原因是在巴黎发行了大量政府公债，并且希望巩固自己的储备头寸，以抵御可能出现的政治突发事件。在这方面，俄国效仿了德国和法国对黄金的热望。” 163

没人确切知道为什么俄国在6月28日斐迪南大公在萨拉热窝遇刺前两个月就开始大举买入黄金。或许如《华尔街日报》在4月24日的报道里暗示的那样，这个举动反映出俄国为了抵御“政治突发事件”而采取的谨慎措施——它与遇刺事件无关但时机恰好吻合。或者说，其中蕴含着更加阴险的动机——《华尔街日报》在6月20日的报道暗示：市场中暗流涌动，我们看不见它，也无从追踪。 [15]

图2.3凸显了这个谜团。在列强发动战争之前，黄金出口总计8300万美元——其中5月的黄金出口为900万美元，6月的黄金出口为4400万美元，7月的黄金出口为3000万美元。这3个月的黄金出口创下了历史纪录，比1900—1914年年中任何连续3个月的黄金出口都超出一倍，这给威尔逊政府带来了麻烦。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[1] 从1914年7月23日至1914年7月29日，黄金出口总量为2 785万美元（请参见《华尔街日报》，1914年7月29日第1版）。美国财政部在年报中提供了黄金出口的月度数据，该数据表明自1900年初至1913年底，美国平均每月出口价值5 338 784美元的黄金，标准差为6 556 493美元。美国平均每月进口价值6 237 234美元的黄金，标准差为7 848 357美元。

[2] 黄金在纽约商业交易所的价格从1979年低点时216美元飙升至1980年高点850美元。当时大宗商品交易所位于纽约的世界贸易中心。众议院政府工作委员会（Committee on Government Operations，1981）探讨了囤积白银的行为。

[3] 黄金报价以每金衡盎司为单位。一金衡盎司比一常衡盎司重出10%左右，本书省去了“金衡”这一词。

[4] 更具体地说，花20.671 8美元可以从美国财政部购买一盎司黄金，而一盎司黄金可以从英格兰银行购买4.247 727英镑。因此，购买一英镑所花费的美元等于用20.671 8美元除以4.247 727英镑，相当于4.866 563 7美元——它通常被记为4.866 5+美元，而“+”号常常被省略。

[5] 英制单位，1英寸等于2.54厘米。——编者注

[6] 广告（《纽约时报》，1914年7月28日）称一支高尔夫球杆的价格为2.5美元。因此，9支铁杆加上1支推杆的费用约为25美元。1号木杆和球道木的价格需单算。

[7] 这里的英镑汇率指即期汇票的汇率。这种外汇工具送到大西洋对岸并且提交给英国金融机构时，后者必须立即将它兑付成英镑。（在横跨大西洋的电缆建成并使电汇变成可能之后）电汇资金的汇率被称作“电汇”汇率。请参见《华尔街日报》，1914年7月29日第8版。

[8] 1913年，担保信托公司与伦敦的外汇交易额为18亿美元（参见《纽约时报》，1914年1月7日第7版）。0.81%的利润率（即用0.04美元除以4.88美元）乘以18亿美元等于1 458万美元。1913年12月9日担保信托公司的资产负债表（请参见JP Morgan Chase Archives，JP Morgan Chase，New York）表明它的资本金、盈余和未分配利润总计3 400万美元。用1 458万美元除以3 400万美元等于0.43，即利润率为43%。

[9] 第三章探讨了1907年大恐慌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[10] 《纽约时报》1914年8月5日报道称“王太子妃茜茜莉号”“在前往第一个停靠港英国普利茅斯的途中被迫返航。它在航行两天后收到位于德国不来梅的船务公司办公室的无线电指令，担心它被英国或法国战舰俘获而要求它返航”。

[11] 本书中使用的所有美元兑英镑的汇率数据均来源于1914年和1915年每日发行的《华尔街日报》。它们反映了即期英镑汇票的买价（用美元表示）。即期汇票穿越大西洋送到英国后，英国有义务根据汇票马上支付英镑。Sprague（1915，第500页）称，英镑的即期汇率是“最重要的汇率”。本文采用买价数据是因为1914年和1915年的买价能够组成连续序列，而卖价时有缺失。

[12] 《华尔街日报》（1914年8月3日第8版）解释了为何未能报道英镑价格：鉴于当前的形势发展，报价的难度超过了以往任何时候。业务完全取决于个人谈判。”它于8月8日开始恢复正常报价。

[13] 第五章表明黄金外流威胁到美国财政部将所有纸质承付款项兑换成黄金的承诺。

[14] 1900—1913年，每月的黄金净进口平均为89.8万美元，标准差为1 080万美元。1914年7月净进口为-3 000万美元，在1%的置信水平上与平均值之间存在显著性差异。此外，我们要记得《华尔街日报》（1914年7月30日）报道说：在周二（7月28日），金融危机中最引人注目的事态发展是出口黄金达到1 475万美元，且主要目的地是伦敦。毫无疑问，这个金额创下了单日黄金发货的最新纪录。”

[15] 人们揣测斐迪南大公遇刺案中隐藏着重大阴谋。Sidney Fay（1928，第62页）援引了1914年时任塞尔维亚教育部长柳巴·约瓦诺维奇（Ljuba Jovanovitch）写的一篇文章。约瓦诺维奇称：我记不清是在（1914年）5月底还是6月初，有一天帕希奇先生（塞尔维亚首相)告诉我……某些人准备去萨拉热窝刺杀斐迪南大公。斐迪南大公将于圣维特斯日(6月28日)在那里受到隆重接待。”俄国是否也知道这个阴谋？关于萨拉热窝刺杀案中有俄国共犯的指控聚焦在了塞尔维亚秘密社团黑手党的提米特利耶维奇（Dmitriyevitch）上校与俄国驻贝尔格莱德武官阿尔塔莫诺夫（Artamonov）的关系上（请参见Schmitt，1930，第237页）。俄国是否及时了解到这个阴谋而囤积大批黄金以应对可能爆发的战争？新闻媒体于1914年3月中旬发布了斐迪南大公即将访问萨拉热窝的消息。普林西普自3月底开始筹划暗杀行动，随后于1914年5月28日前往萨拉热窝。当然，这些并不能证明俄国是因为早就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

知晓此次暗杀企图而囤积黄金——只是事实与这种解释不谋而合而已。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章
1907年的梦魇

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1914年8月2日，威尔逊总统把财政部长麦卡杜派往纽约参加主要银行家召开的一个紧急会议。 164 周日下午，麦卡杜从华盛顿的联合车站出发，当晚8点抵达曼哈顿。第一国民银行总裁兼纽约清算所（New York Clearing House）主席弗朗西斯·海恩到宾夕法尼亚车站迎接了他。 165 麦克斯·梅也抵达了这个车站。他整个周六都在华盛顿与麦卡杜商量外汇危机问题。 166 随后梅与麦卡杜分道扬镳，并未向媒体披露他们在华盛顿讨论的内容。海恩陪同麦卡杜前往位于麦迪逊大道和三十三街的范德比尔特酒店，会见聚集在那里的金融家，而梅回办公室恶补从欧洲发来但尚未查阅的海底电报。周六德国对俄国正式宣战，至此人们对于欧洲冲突的波及范围不再有任何怀疑。

二十余位银行家在范德比尔特酒店二楼的一个会议室里等待财政部长，其中包括大通国民银行主席巴顿·赫本、国民城市银行总裁弗兰克·万德利普（Frank A.Vanderlip）、时任银行家信托公司总裁本杰明·斯特朗和代表摩根交易所的亨利·戴维森和小摩根。 167 1941年8月的第一个周日，美国银行业的精英代表齐聚一堂探讨了黄金和外汇方面的问题，他们“一致认为银行业的处境很快就会像1907年秋天那样发展下去”。 [1] 银行家需要一个计划来避免大恐慌重演。

1907年的大恐慌始于当年秋天，当时银行被迫停止将存款兑付成纸币和黄金。在1907年的最后两个月里，欧洲将价值1亿美元以上的黄金运至美国，缓和了危机造成的冲击。1914年8月2日，聚集在范德比尔特酒店的银行家有相当充分的理由感到焦虑。这次欧洲不仅不能将美国从恐慌中营救出来，反而会使问题恶化。银行家害怕1907年的威胁像流行病一样即将再次来袭。

1907年大恐慌

人们公认1907年老摩根在古稀之年策划的行动使其公共成就达到了顶点。1907年10月24日周四，当储户拼命从四面楚歌的信托公司提取现金时，老摩根避免了股市像自由落体那样一落千丈。第二天，纽约时报》的头版新闻为“数百万美元满足所有需求：资金涌进银行、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信托公司和股市”。它详细描述了摩根公司的作用：只有当资金达到100%，交易大厅里的交易员狂乱但无效地报价，同时美国联合太平洋铁路公司（Union Pacific）的股价一点点往下掉之后……摩根公司才联合一群大银行……将2500万美元投入狂喊的人群中，满足人们的所有需求，提振股市，稳定人们的情绪。” [168]

摩根公司的合伙人乔治·珀金斯（George Perkins）与财政部长乔治·科特柳多次协商后发布的评论给人们注入了希望：当前的局势正在自行改善，而且情况令人满意。人们正在重建信心。我可以说城里的金融机构在偿付能力方面没有任何问题。今天好于昨天，而且明天会好于今天。” [169]事实上，恐慌刚刚开始，无论老摩根还是财政部长科特柳都无法采取行动来阻止这种恐慌摧毁金融业。

相对来说，股市与1907年10月21日那周爆发的危机没有太大关系。图3.1展示了从1907年9月初到12月底在纽交所交易非常活跃的铁路和工业股票的价格。在10月21日周一闭市到10月24日周四闭市期间，20只铁路股票指数下跌了8%，12只工业股票指数下跌幅度略高于4%。当年早些时候，股市的单日下跌幅度超过8%。 [170]3月14日这天闭市时，投资者都蒙受了损失，但公众并没有恐慌。股票持有者必须接受股价的剧烈波动，而且这种波动通常没有明显原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

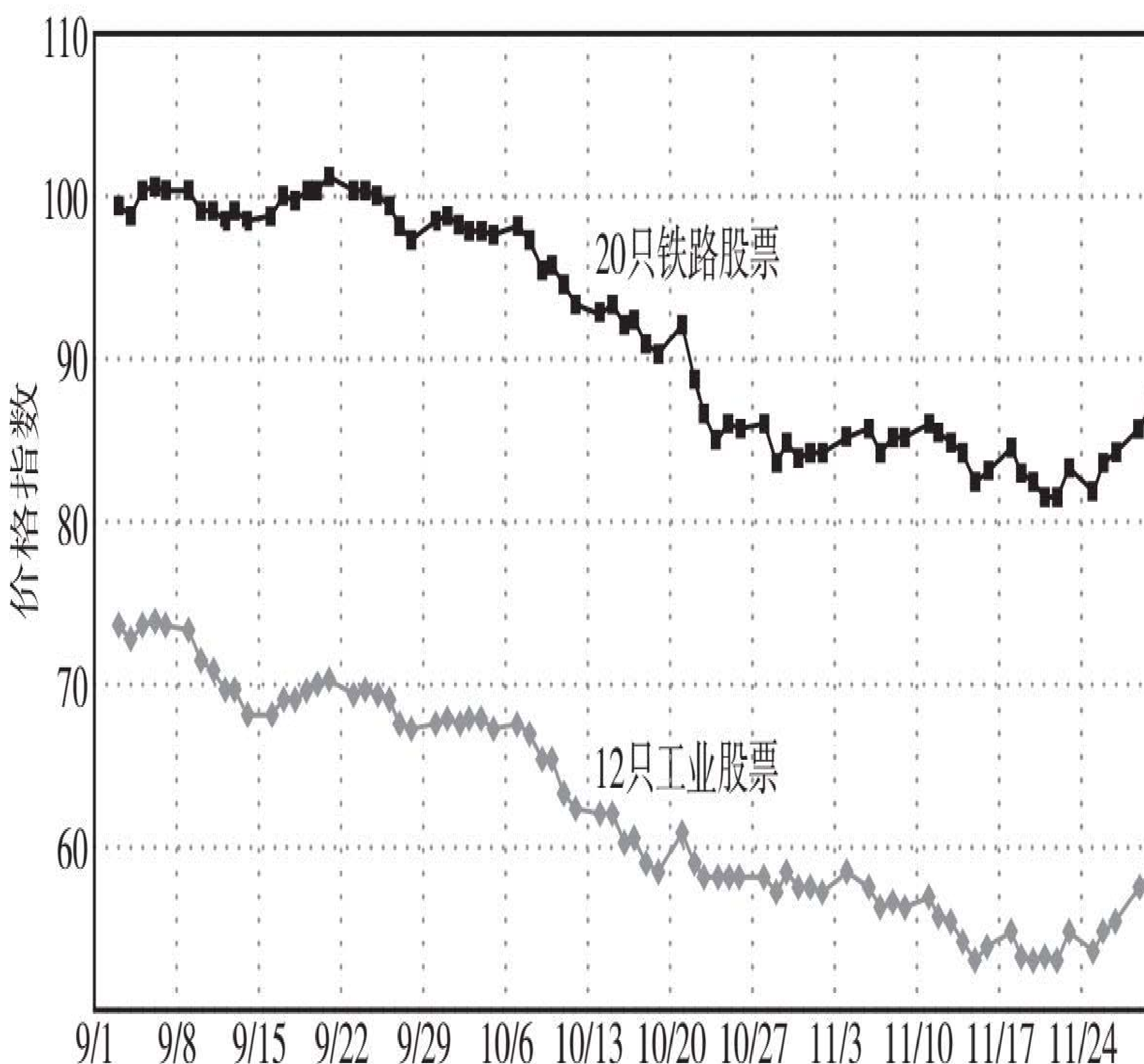


图3.1 1907年9月1日到12月31日纽交所股票价格
资料来源：《华尔街日报》。

1907年10月22日早上，尼克博克（Knickerbocker）信托公司还未开门，50名储户就站在公司门口。他们在意的不是股票，而是自己的存款账户是否安全。美国直到1933年国会成立联邦存款保险公司（Federal Deposit Insurance Corporation）之后才出现存款保险。[171]在1907年，一旦银行关门，储户就求告无门。《纽约时报》报道说，尼克博克信托公司10点开门后，要求提取现金的业务就飞速增加，直至“排队的人群拐成一个大大的S形，而且有专门人员为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

挤在楼里的人维持秩序……尼克博克信托公司向大厅中的人群发布的第一条官方消息是公司副总裁本杰明·艾伦从门里向大家宣布‘大家完全不用担心，公司的资金非常充足’”。 172

不到两个小时，作为纽约第二大信托公司的尼克博克信托公司暂停取现业务。它关门后，储户仍然排队等候了一个多小时。新泽西州罗韦市的一个储户与邻居在门外等待时对后者说：我知道这家银行在我家乡的分行。我认识那家银行的人，我要从那儿把我存的钱取出来。” 173 不过他并没机会将这个想法付诸实施。

是什么导致人们在1907年10月22日周二这天挤兑尼克博克信托公司？公司总裁查尔斯·巴尼（Charles T.Barney）在前一天因为与查尔斯·莫尔斯（Charles W.Morse）成立合资公司而被迫辞职——后者是商业国民银行（Mercantile National Bank）和北美国民银行（National Bank of North America）的主管，因为在铜投机中的损失而在周末被迫辞职。《纽约时报》尝试着缓和当时的局势：考虑到巴尼先生已经严重越权，虽然他没有向尼克博克信托公司借贷，但由于他与莫尔斯以及莫尔斯公司的关系，董事们认为他离职最有利于公司的利益。” 174

显然储户对尼克博克信托公司丧失了信心，但就在几天前他们仍然对与查尔斯·莫尔斯关系更加密切的商业国民银行和北美国民银行充满信心。 175 为什么储户放弃了尼克博克信托公司，但对另两家银行仍然有信心？

当大批储户叫嚷着要提取现金时，任何接受见票即付存款的机构都无法独力渡过难关。银行以有息贷款的形式出借储户的资金，以从中赢利。它们只将一小部分存款放在手边——通常不足存款总额的25%，然后依靠存款和取款的正常消长来保持两者的平衡。银行的现金储备可以补足提款略超过存款时不足的款项，但要想满足大额提款的需求只能向其他机构拆借现金。 [2] 1907年时，美国尚没有央行，即期资金的来源主要是其他银行。

商业国民银行和北美国民银行都是纽约清算所的会员——纽约清算所是纽约本地银行组成的协会，安排资金划拨以结清相互支取的支票。在清算所有良好声誉的成员可以向其他银行拆借来渡过取现业务量暂时飙升的难关。在1907年10月19日周六晚上召开的会议中（这场会议一直持续到周日早上），纽约清算所强迫查尔斯·莫尔斯辞去商业国民银行和北美国民银行主管一职，以此作为提供援助的条件。 176 一旦莫尔斯辞了职，清算所就会提供支持，以免这两家饱受困扰的机构遭受挤兑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尼克博克信托公司并不是纽约清算所的成员。虽然它的存款金额超过大通国民银行，几乎赶上第一国民银行的水平，但它并不是银行。[177]正如它的名字所示，它是一家信托公司。很多人忽略了这两类机构之间的区别，因为除了发行货币外，信托公司的业务与银行完全重合。[3]有时信托公司的储户会因为弄混这两类机构而付出巨大代价，其中就包括新泽西州罗韦市的那位储户。10月22日他没能取出自己的存款。

信托公司常常借助清算所成员银行的影响力来结算其他本地机构的支票。尼克博克信托公司是通过国民商业银行（National Bank of Commerce）结算的，而国民商业银行是纽约清算所的第二大会员银行，仅次于国民城市银行。同任何结算业务一样，如果国民商业银行早已为尼克博克信托公司支付了款项，而尼克博克信托公司未能实现收支平衡，那么就会给国民商业银行造成损失。

10月21日周一下午晚些时候，国民商业银行通过信使向清算所的其他成员机构宣布，它不再替尼克博克信托公司结算。国民商业银行的助理司库兼主管奥利弗·派拉特（Oliver J.Pilat）只对外表示：现在我不会做出任何解释。我所能说的是，我相信通知已经送出去了。”[178]

突然终止合作给尼克博克信托公司的声誉带来了沉重的一击，但第二天早上《纽约时报》头版头条新闻的主标题给了它一线生机：尼克博克信托公司将接受援助；巴尼总裁辞职，金融家承诺支持该信托公司；摩根公司伸出援手。”[179]

10月21日，老摩根与合伙人乔治·珀金斯在第五大道的路易斯雪莉（Louis Sherry）饭店会见了尼克博克信托公司的董事会成员，会议一直持续到凌晨一点。会后董事们组成的委员会发布了以下声明：今晚尼克博克信托公司的保险库里有600万美元。我们已获得担保，如果需要的话，更多资金会即时到位。”《纽约时报》的报道补充说：据信这些担保包括昨晚会议敲定的摩根公司提供的援助。”[180]

然而，不管《纽约时报》如何报道，并没有任何协议承诺对四面楚歌的信托公司提供援助。10月22日，尼克博克信托公司开门营业时必须孤军奋战。截至当天中午12：30，它的800万美元现金全部耗尽。出纳员关上柜台窗户时，公司在门口大声念出如下通告：在拿到更多现金之前暂停现金支付。我们希望今天下午能重新营业。”[181]当天下午并没有找到更多现金，随后的几天和几周都是如此。1907年大恐慌造成的痛苦和破坏逐步缓解后，尼克博克信托公司才于1908年3月26日重新开张。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尼克博克信托公司停止取现业务导致周边金融机构的信誉也一同受损。证券交易所短期同业拆借的利率（即用证券抵押的隔夜贷款）于10月22日下午上升到70%，而在10月的头三周，平均利率为5%。[4]——10月23日上午，1200余名储户冲到第三大信托公司——美国信托公司（Trust Company of America）要求取现。这次《纽约时报》的头条新闻发布了准确消息：驰援美国信托公司，摩根公司伸出援手。”182

10月22日晚间，老摩根与其他主要银行家在麦迪逊大街的曼哈顿酒店会面，包括最大银行——国民城市银行——的总裁詹姆斯·斯蒂尔曼（James Stillman）、大通国民银行总裁巴顿·赫本和前纽约州银行督察。当天从华盛顿赶来的财政部长科特柳也加入了他们。会后他们于凌晨1点发布了以下声明：主要的痛点是美国信托公司。与会人员感觉其状况良好，已经准备为其提供今早需要的所有现金。与会人员确信这家公司能够渡过难关……大家完全可以认为摩根公司将成为此次资金提供行动的领导者。”183

事实上，美国信托公司确实在没有停止取现业务的情况下渡过了难关，但整个过程充满苦痛挣扎。储户对公司资源的考验一直持续到11月7日——当日的《纽约时报》用头版头条报道了这场胜利：美国信托公司拿下了这场漫长的斗争：为此付出3400万美元。”在10月23日开始的两周时间里，储户耗尽了该公司近3/4的资金。184其中有些交易非常滑稽，譬如有位储户成功地于10月22日从尼克博克信托公司里取到钱，却在当天又把钱存入美国信托公司。他第二次把钱取出来后，表示“以后我要把钱放在长筒袜里”。185这个被运气眷顾两次的储户的谨慎态度会使经济承受沉重的代价。放在长筒袜里的钱没法借给需要周转资金的企业。

为什么需要两周时间来使储户确信不用挤兑美国信托公司？纽约清算所宣布对陷入困境的会员提供支持，因此储户并没有为难商业国民银行和北美国民银行，虽然美国地方检察官随后向这些银行的前官员提出刑事诉讼。186摩根公司的担保有问题吗？

或许的确如此。我们想起《纽约时报》在10月22日早上的头条新闻：驰援美国信托公司，摩根公司伸出援手。”没人知道《纽约时报》的头条新闻并不属实。事实上，摩根尝试着在安排援助，但并未成功。普通储户及很多人只能得出一个结论：摩根公司无法永远兑现诺言。他们是对的——摩根公司并不是能在危机期间无限制提供借贷的央行。如果尼克博克信托公司倒闭不会破坏摩根公司提供担保的声誉，那么或许1907年10月22日就不会爆发大恐慌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1910年，斯普拉格（O.M.W.Sprague）为国家货币委员会撰写的危机历史中描述了自己对此的评估：假如尼克博克信托公司是银行，而且是清算所的会员，那么它获得援助的概率会非常高。” 187 10月22日早上，纽约州银行督察检查了尼克博克信托公司的账簿后宣布该公司有偿付能力。 [5] 副银行督察乔治·斯金纳（George Skinner）表示：如果它能有时间找到资金来满足取现的需求，那么迄今为止，我没什么理由改变今天早些时间对公司偿付能力的看法。” 188

为什么尼克博克信托公司没有得到援助？银行厌恶信托公司，因为后者受到的监管约束比银行少，而且与银行抢夺业务。摩根合伙人乔治·珀金斯精辟地总结了这种态度：确实，我们不具备它们(信托公司）在管理方面的特权，而且知道应该关掉它们，不过我们力争让它们维持运营是出于其他考虑而避免挤兑。” 189

在老摩根的带领下，银行业为了保护美国信托公司的储户花费了2 400万美元。信托公司的储户都拿到了自己的钱，不过为时已晚。允许这场危机浮出水面造成的影响导致银行雪崩似的终止取现业务，经济急剧收缩。

后果

尼克博克信托公司关门之后，储户想要的是现金而不是支票和账户存款。财政部长科特柳对这个问题的反应是在一天之内将财政部的2 500万美元现金存入纽约的各家银行。他表示：如果公众考虑的是银行机构的真实实力，那么这些机构的情况会保证他们迅速重建信心。作为财政部已处理此事的证据，我已经指示为纽约的各家银行存入2 500万美元。” 190 10月25日周五下班时，现金还未耗尽，人们普遍感到乐观。与科特柳见面的一位银行家称：这表明城里有足够的现金来应对当前的局势。(如果)全纽约的银行像某些不负责任的报纸报道的那样现金不足，那么2 500万美元可能连两小时都撑不住。” 191 周五深夜时，科特柳似乎也认定危机最糟糕的时刻已经过去了：今晚不会发布什么声明。我认为现在的形势不需要发布声明。今晚我要好好睡一觉，我确实需要补觉。” 192

如果我们正确地解读为何财政部注入的现金没有用完，那么就没有任何理由感到乐观。这些现金留在银行里，是因为很多银行拒绝慷慨地分发它们。10月25日，布鲁克林的六家银行和信托公司全面叫停取现业务，包括该区历史最悠久的金融机构——富尔顿和克林顿街上的布鲁克林银行（Brooklyn Bank）。 193 哈莱姆的三家银行也闭

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

门谢客。 194 这些银行都被州银行督察宣称为具有偿付能力的银行，但因为没有充足的现金满足提现需求而关了门。很多储户不得不接受这种事态发展，但有些人无法做到这一点。一位强壮的荷兰移民古斯塔夫·阿曼（Gustave Oman）想从第124街和第三大道的哈莱姆储蓄银行（Harlem Savings Bank）取500美元。 195 由于他未能像其他守在大楼外的人那样遵守规定被警察逮捕。当天下午，地方法官听到这个案件后决定，如果他在剩下的挤兑过程未能取到现金，那么就暂停对他的宣判。地方法官解释说：我的存款比你多多了，但我打算就把它放在银行里。伙计，钱放在银行可比在你兜里安全多了。” 196 阿曼离开法院时转向法官对他说：法官，或许您是这么认为的，但我与您想法不一样。” 197

法律规定，储蓄银行可以要求储户从储蓄账户提取现金时提前60天告知银行，但在正常的业务操作中，这项监管被忽略了。10月25日周五早上，位于第八大道和第42街的富兰克林储蓄银行（Franklyn Savings Bank）对每个账户设置了100美元的提款上限。银行总裁威廉·康克林（William G.Conklin）称，人们对这个限制的反应喜忧参半：有些(储户)不愿听我们这么做的原因，但绝大多数储户离开时意识到我们在为他们的利益着想。经常会出现人们受到一点刺激就失去理智而做出对自己不利的事情。我们不相信他们有能力保护自己。因此就像你所说的，他们的利益要由我们来维护。” 198 阿曼或许会斟酌一些词句来赞扬康克林先生的善意，然而在一天之内，纽约市的所有储蓄银行都将每个账户即时取款的上限定为50美元或100美元。 199

10月26日周六，保护现金的官方措施开始升级。纽约清算所宣布，除非另行通知，成员银行之间不需要再进行现金结算，而是可以使用清算所的贷款凭证（loan certificates）来冲抵债务。 200 清算所将这些贷款凭证发给那些将可接受的证券抵押给清算所的会员银行。《纽约时报》解释了纽约清算所的目标：鉴于现在现金紧缺，银行之间使用现有资金在清算所进行交易很不方便……当然，清算所的这些贷款凭证只会在银行之间流通，可以把银行的现金留出来满足公众的需求。” 201

清算所的贷款凭证有助于降低本地的货币需求。他们在1873年和1893年的大恐慌中也采用了类似做法。全美39个大城市的清算所协会都授权发行贷款凭证，如芝加哥、匹兹堡、明尼阿波利斯、旧金山、费城和奥马哈。 202 在亚特兰大、皮奥瑞亚、洛杉矶、斯波坎和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

威奇托等城市，小面值（5美元、10美元和20美元）贷款凭证也在公众中流通。

尽管这些贷款凭证非常有用，但它们并不等同于货币，而货币是全国各地都可以接受的清偿债务的方式。1907年美国的货币主要由金币、银币、金元券、银元券、国民银行券和国家券（绿背券）组成。 203 在正常情况下，很多人还接受保付支票——甚至个人支票——来完成商业交易。不过1907年10月最后一周以后的那段时期并不寻常。现金为王，而且主导了市场上的溢价。

专门用统计学来描述经济和金融活动的当代经济学家哈佛大学的安德鲁（A.P.Andrew）描述了这种情绪：在1907年的最后几个月里，16 000家银行中大多停止了取现业务，大批城镇私下发行非法货币，而且在两个月的时间里，法定货币大幅且持续溢价，恐慌情绪突然爆发，其普遍程度和无端性与50年或70年前的情形如出一辙。” 204

第一次有记录可查的货币溢价（3%）出现在10月31日。安德鲁认为：短期信贷经纪人经常在每日新闻上建议买进和卖出货币。” 205 10月31日，想拿到现金的人必须用价值103美元的保付支票从短期信贷经纪人那里换得100美元。在11月的前两周，货币溢价多次达到4%的峰值，在12月的前半个月下滑至1%，随后继续下滑至不足1%的水平，最后于1907年12月31日销声匿迹。 206

绝大多数对现金的需求来源于乡镇银行，它们通常在纽约的银行开设活期存款账户［这叫作“代理结存”（correspondent balance）］。这些乡镇银行将纽约的活期存款账户当作清算所，来与其他银行结算余额。不过纽约的银行停止取现业务，使这些乡镇银行担心自己需要现金时是否能拿到手——虽然纽约银行明确引入了清算所的贷款凭证，这样它们可以见票即付现金。在10月最后一周至当年年末，纽约市的银行将总价值1.24亿美元的法定货币送到了乡镇银行，而在前5年，同样10周内送到乡镇银行的现金量为平均160万美元。 207

不过囤积现金的不仅仅是乡镇银行。普罗大众也将自家的保险箱里塞满了现金。在10月26日至11月末，保险箱的租借量几乎是前5周的3倍。 208 在芝加哥和波士顿，保险箱的租借量翻了一番。 209 商业保险箱公司（Mercantile Safe Deposit Company）给安德鲁写信时确认了租借保险箱的不仅仅是胆小的小储户：我们认为我们的绝大多数客户是商人和制造商。他们提取现金是为了支付工资和薪酬等需要立即动用现金的情况。” 210

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这场恐慌始于10月最后一周，经济为此付出的代价来源于正常的付款流程全面崩盘，这已经体现在货币溢价上。就像氧气存在于空气中一样，人们想当然地使用支票和现金来完成交易，直至耗尽支票和现金。货币监理署署长威廉·里奇利（William Ridgley）评估了恐慌造成的影响：总的来说，企业面临的最大难题是收款和汇款的机制彻底紊乱。我们看到这已经干扰到各类企业，导致它们的业务运营受到限制。工厂停产，技工失业，订单被取消，（而且）庄稼运输也被严重拖延。” 211

这种干扰使全美各地规模各异的企业都不堪其扰。10月23日，匹兹堡西屋家族控制下的企业被迫破产清算，促使乔治·威斯汀豪斯（George Westinghouse）发表了一份公开声明：匹兹堡清算所委员会……得出的结论是，尽管西屋电工制造公司（Westinghouse Electric and Manufacturing Company）及西屋机械公司（Westinghouse Machine Company）具有偿付能力，但建议对其进行破产管理以最大程度地保护所有相关方，显然我们的职责是采纳他们的善意建议。我们需要进行破产管理仅仅是因为银根紧缩，且由此导致到期票据无法展期。” 212

11月1日，纽约时报》上出现了以下通告：国王郡电灯电力公司（常常被称为布鲁克林爱迪生公司）的2 000名员工中有500名失去工作。副总裁弗里曼（Freeman）称金融市场状况迫使他们采取这一措施。”

银根状况导致地区冲突也浮出水面。11月7日，爱达荷州的伯恩（Heyburn）参议员向西奥多·罗斯福总统抗议在“那些机构以现金而不是银行本票的形式上缴西部银行储备”之前，继续将财政部的现金存入纽约的银行，用支票是无法运输庄稼的”。 213

1907年的大恐慌将1907年5月轻微的经济衰退变成全面崩溃。米尔顿·弗里德曼和安娜·施瓦茨在他们的《美国货币史》中描述了这种情景：在5月到9月，经济收缩情况并没有发出非常严重的信号……各种经济生产活动趋于平缓但没有显著减少，货运车厢的运载量与此情况相似……10月爆发了银行业恐慌，同时经济收缩情况愈发严重。生产(和)货运车厢的运输量等都急速下降。” 214

当时所有人都明白问题的症结所在——现金不足。为什么财政部长乔治·科特柳不命令财政部印钞局（Bureau of Engraving and Printing）制造更多法定货币，然后把崭新的美元投入银行供人们使用？科特柳就是没办法做到这一点。国会掌控着印钞特许权。

通货方面的问题

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国宪法第一条第八节规定，国会有权利“铸币和监管其价格”。1792年4月2日，国会将美元确定为美国的货币单位，并且创建了铸币局将金币和银币铸成美元，美元成为人们接受的用来支付各种承付款项的法定货币。[6]——从那以后，国会就像海军陆战队守卫美国生活方式一样守护着控制货币的权利。1791年，国会创建了特许期为20年的央行。央行的特许期于1811年结束后，国会用了4年时间成立另一家银行。第二家银行的特许期于1836年到期后，国会任由美国陷入没有央行的状态，直至1913年国会通过了《联邦储备法案》才结束这种状态。

国会最想阻止的是政府通过财政部轻松地为政府支出找到资金，即印发钞票。独立战争的经历给人们留下了难以磨灭的印象——当时大陆会议导致美国纸币泛滥，物价翻了一番。215——宪法颁布后，国会将美元与黄金挂钩以稳定法定货币的流通数量。铸币局可以从个人或企业那里购买黄金来铸造货币。人们将232.2格令纯金交到铸币局后就可以拿到价值10美元的金币，即人们所熟知的鹰徽美元。[7]——财政部只能将以黄金形式征收的税收和关税用于政府支出。由政府法令明确的法定货币不受此规定限制，不过也存在一些例外情况。

1906年底，美国财政部以外的货币总计26.28亿美元。216——金币、银币及金元券、银元券共计17.5亿美元。217——因此，所有货币中约有2/3来源于美国铸币局收到的黄金。剩下1/3是为了给内战筹措资金而发行的货币（包括价值3.36亿美元的国家券和价值5.42亿美元的国民银行券）。218——

国家券被称为“绿背券”。1862年的《法定货币法案》将绿背券确定为政府的第一法定货币。219——现在“绿背”这个词成了对所有美国货币的委婉说法，但这不过是近年来的情况。内战结束之后，国会将绿背券的发行数量固定下来，不再进行调整。220——

1863年的《国民银行法案》首次授权发行国民银行券。财政部下属货币监理署特许的银行创造货币的方式是：将美国政府债券存入财政部，然后要求财政部印钞局印刷等额银行券，并将这些新鲜出炉的银行券运至银行。这些纸币像通货那样流通，并且创建银行间现货市场来偿付财政部的债务，从而为内战筹措资金。在内战结束后很长一段时间里，只要银行拿到必要的公债，就能够根据1863年颁布的法令持续印发国民银行券。221——

从技术层面来说，国民银行券是其发行银行的债务，但因为有政府债券为其背书，所以公众也将它们视为政府通货。[8]——在内战

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

爆发之前，各银行发行的流通券质量参差不齐，取决于发行银行的信誉。根据《国民银行法案》，所有国民银行券的表面都印有相同的印刷许可：由存放在美国国库的美国债券担保”。各银行单独发行的国民银行券之间唯一的区别在于，银行券正面印刷的发行银行名称不同。除了钱币收藏家和印钞局以外，没人留意这种区别（因为印钞局需要为各家国民银行制造各自的印刷版）。

根据国会的设计，政府不能自行决定提高货币的流通量。政府发售债券为其赤字融资时，可能会额外发行银行券，但国会仍然通过预算流程（或多或少）制约着赤字开支。黄金产量也会提高货币的发行量，但这仍然不在政府的管控范围内。

在19世纪下半叶，美国经济飞速发展。在此期间，商业如何支持新增交易？银行提供支票账户来替代现金不足。商家喜欢支票（特别是在付款时），因为虽然支票的接受程度略低于现金，但比起现金不太容易被偷走。银行会在储户需要现金时，利用自己的现金储备将其存款换成现金，以维持本行活期存款的公信力。除非所有人都想同时取款，否则这种安排可谓天衣无缝。流通中的现金原本就不足，也没人能够在短时间内创造出更多现金。在这种情况下，人们出于恐慌的挤兑会迫使银行终止取现业务。当然，这正是1907年10月22日发生的一切。

如果国会不允许财政部印刷钞票，那么1907年10月24日财政部长科特柳从哪里找来2 500万美元现金存入纽约的银行？科特柳存入的现金是财政部征收税收和关税时收到的现金。这些资金分布在全国各地的国库分库。[9]财政部的这次资金转移像央行印刷钞票一样有效地提高了公众手中的现金量。事实上，财政部从事这类央行操作的历史由来已久。[222]不过政府财政收支之间的预算平衡制约了财政部的灵活性，并且限制了潜在的救援能力。

在1907年大恐慌期间，科特柳尚未平息公众对通货的渴望就已经耗尽了现金。11月14日，纽约时报》报道说：[223]“为了改善财政部的周转余额，(财政部长科特柳)从存入纽约各银行的政府存款中提出了一小部分……昨天的周转余额为900万美元，财政部官员希望将它适度提高。”[224]纽约的银行家声称财政部提取现金的行动并没有使他们感到恐慌，因为他们早已经找到了其他储备来源：欧洲黄金。

10月28日，国民城市银行、大通国民银行、拉扎德及其他主要纽约金融机构安排进口价值2 000万美元以上的黄金。[225]运送黄金的远洋航行需要10天，因此这些贵金属未能及时让人们宽心，不过到了11月中旬，黄金流入为现金短缺提供了潮水般的支持。图3.2显示在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

11月，超过6 000万美元的黄金进入美国，彻底扭转了5~8月价值2890万美元的黄金流出美国的形势。[10]

到了12月，价值4 000万美元以上的黄金进入美国，这两个月成为1900—1914年连续两月黄金进口量最高的月份。

为什么金融危机尚未平息，黄金就开始流入美国？欧洲人希望买入自年初开始持续下跌的美国证券。《纽约时报》报道说：价值近2 000万美元的黄金已经开始运往纽约。外国投资者持续买入我国证券……(他们) 正在大量买进美国证券从中获利，而我国投资者尚未注意到这个投资机会。”226英国和法国投资者并不担心美元相对英镑或法郎贬值。[11]美国在1900年的《货币法案》中正式采用金本位，保证任何纸币都可兑换成黄金。在1907年10月，没人质疑美国财政部会背弃对金本位的承诺（这与1914年8月的情况截然相反）。[12]自10月22日起爆发的恐慌导致银行暂停用纸币兑付存款，但并没有威胁到财政部将美元兑换成黄金的承诺。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

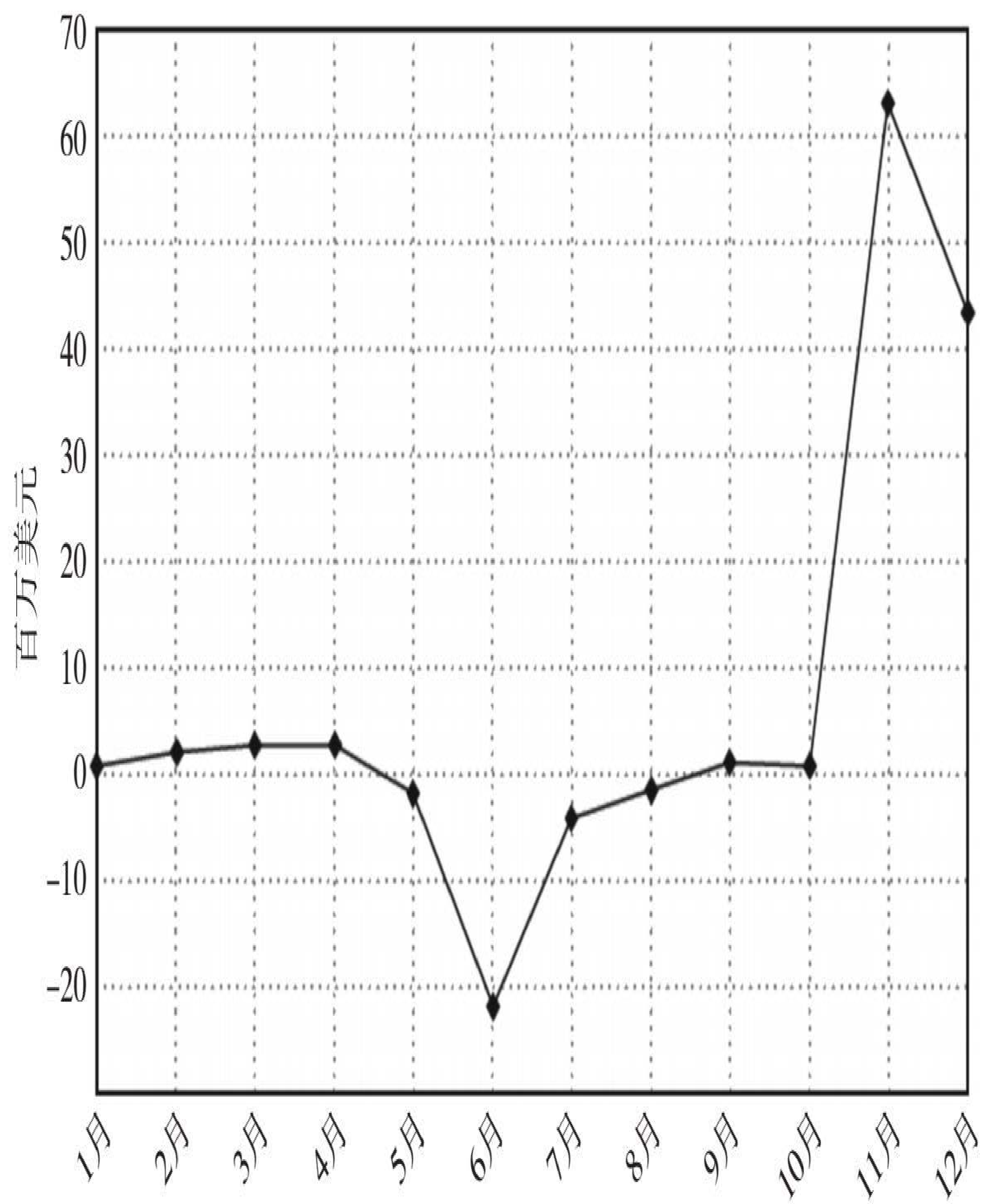


图3.2 1907年的黄金净进口情况
资料来源：美国财政部《年度报告》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

黄金进口是否有助于缓解危机？1910年哈佛大学经济学家斯普拉格研究了这场危机，并不认同黄金流入具有重大影响的观点：没有人在仰仗可能出现的黄金进口，事实上也没有充分利用黄金进口来早日恢复取现业务。” [227] 然而，绝大多数现代评论家正确地认识到，黄金进口是美元在1907年获得急需的灵活性的唯一来源。弗里德曼和施瓦茨在他们的《美国货币史》中指出，黄金进口提高了货币基础，避免银行存款的减少幅度超过实际情况。 [228] 查尔斯·戈德哈特（Charles Goodhart）在对纽约货币市场的研究中强调了黄金进口如何缓解1907年经济衰退的严重性：（黄金）运到美国时已经太晚，无法遏制恐慌本身，不过它极其有效地缩短了暂停取现的时间，并使美国银行体系恢复元气，或许还使1907—1908年的经济衰退成为有记录以来最短的一次，尽管此次危机极其严重。” [229]

1907年大恐慌还发挥了一个更重要的作用。在6个月的时间里，议会通过了《奥尔德里奇-弗里兰法案》，创造出紧急货币。没人喜欢这项法案，但如果没有它，麦卡杜就不会在1914年取得胜利。

奥尔德里奇-弗里兰紧急货币

在1907年最后两个月里，美国进口了价值1亿美元的黄金，使汇率溢价在年底时化为乌有。各地银行恢复了取现业务。 [230] 1908年1月7日，罗得岛州的资深参议员兼参议院金融委员会主席纳尔逊·奥尔德里奇[他也是未来的美国副总统纳尔逊·奥尔德里奇·洛克菲勒（Nelson Aldrich Rockefeller）的外祖父]提出一部法案，建议提供紧急货币以避免未来再出现恐慌现象。奥尔德里奇从更早的提案中获得启发，提出了这部法案。

在1907年11月12日恐慌情绪升温之际，前财政部长莱斯利·肖（Leslie Shaw）对美国银行业面临的问题提出了一个解决方案：我国的货币没有弹性。各种形式的货币都很安全……而且每种货币折合黄金的平价都让人们感到安心。然而，它的数量并没有对季节变化做出反应……我认为这是我国体系中的唯一缺陷。早在8月就有两个迹象表明人们……在取出现金，然后把它们锁在柜子里。他们没有理由这么做，但他们偏偏这么做了。假如授权国民银行不存入（政府发行的有价证券）作为其兑付的担保，而是缴纳5%的税就可以额外发行相当于其资本金50%的流通货币，那么完全有可能增加4亿美元的流通货币……人们可以很方便地把国民银行券放进保险库或藏起来，就像把金元券藏起来一样，它们的安全性没有差别。” [231]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

肖的财政部长职务于1907年3月由科特柳接替。在此之前，他为自己的法定货币提案增加了一道保护措施：当然，我们不应该允许银行未经货币监理署同意就增发无附加担保的货币……(如果必要的话，它可以)要求进行核查并根据本署的记录来同意或拒绝银行增发货币。” 232 政府对无担保银行券征收5%的税，代表为了保证货币兑付而向政府支付的溢价。

在担任财政部长的5年里，莱斯利·肖所采取的种种措施像极了央行行长，如利用财政部的现金盈余来调整银行准备金。 233 肖担任财政部长期间所采取的行动遭到了安德鲁教授的猛烈抨击：如果国会立法要求财政部长将每日超出固定余额的收入存入银行……那么我国会再次避免国家资金根据财政部长个人的指令间歇性地锁定或全盘抛出，避免政府国库不断干预投机市场，避免随意操纵银行储备金、纸币流通以及外汇汇率，避免政策朝令夕改，像过去5年那样对国家造成重创。人们不禁希望议会再次召开会议时立刻废除肖先生遗留下来的存在巨大风险且无法令人原谅的先例。” 234

这位知名哈佛教授对肖的控诉或许对《纽约时报》产生了影响。为了平衡自己对肖的提案（即在现有货币框架内提供紧急援助）的报道，纽约时报》在同一页面发布了题为“顶尖金融家要求建立央行，特别委员会的报告称它能在非常时期应对紧急情况”的头版报道，要求建立全新的货币体系。纽约商会的特别货币委员会发布的报告建议成立“像英格兰银行、法兰西银行或德意志帝国银行那样的美国央行或国家性银行”。 235 该报告称：我们认为要提供有弹性的货币，并且其数量永远不会超过正常水平，最佳方案是创建央行，并在政府的控制下发行货币。”

这两种针对美国货币恐慌的解决方案相互角力，一种主张进行全面的货币改革，另一种要求在现行体系上附加应急方案，影响了议会对奥尔德里奇参议员提出的法案的辩论。要求建立央行的呼声几乎破坏了奥尔德里奇的方案。国会直至最后一分钟才达成妥协，这一法案逃脱了被丢进废纸篓的命运。

纳尔逊·奥尔德里奇参议员自1881年开始代表罗得岛州在参议院工作。他的任期里有一半时间是作为参议院金融委员会的主席掌管关税和金融立法，他以坚定的保护主义著称。 236 他的女儿艾比（Abby）嫁给了小约翰·洛克菲勒（John D.Rockefeller Jr.），所以他与大财团之间的关系相当牢固。奥尔德里奇还对罗得岛州的利益诉求负主要责任。一位拜访国会的客人提出会见罗得岛州的另一位参议员乔治·威特莫尔（George Whetmore）时，一位资深人士告诉他：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

老兄，你最清楚你们这一行。罗得岛州在参议院有两票，但只有一位参议员，那就是奥尔德里奇。” 237

1908年1月7日纳尔逊·奥尔德里奇提出的法案授权发行2.5亿美元紧急货币，且以市政债券和铁路债券提供担保，这些紧急货币由财政部长保管（并对其使用进行审批）。 238 货币监理署负责确定什么情况属于紧急状况。为了鼓励银行在正常情况下提供通货，该法案限定只有已发行国民银行券至少等同于资本金50%的银行可以获得紧急货币。 [13] 为了鼓励银行在度过紧急时刻之后将紧急货币退出流通，该法案建议对已发行的紧急货币每月征收0.5%的税（相当于年化税率6%）。

这份合理倡议的每部分内容都受到反击，仿佛它是个多头怪物。奥尔德里奇的法案几乎翻版了前财政部长肖的主张，他原本应该感到高兴，但也加入了批评者的阵营：奥尔德里奇建议除了政府债券以外，再增加市政债券和铁路债券作为发行纸币的担保，这么做非常不切实际。紧急货币应该和其他通货没有差别，否则会使整个国家感到恐慌。” 239

广受尊重的芝加哥大学经济学家劳伦斯·劳克林（J.Laurence Laughlin）教授抱怨说：参议院提出的补救我国货币和金融缺陷的措施再次成了反面典型，证明政界会使整个局面死气沉沉，而且国会缺少银行业的专业知识……如果将发行紧急货币的权利局限于已经发行了纸币的银行……那么应该注意的是，紧急货币法案》会阻碍纽约及其他地方的大型银行发行紧急通货——众所周知这些银行从未发行什么可值得一提的通货。” 240 劳克林指出了该法案的一个严重缺陷。

作为奥尔德里奇的共和党同僚，克努特·纳尔逊参议员未遵守本党的官方路线，而是讽刺说：《紧急货币法案》无法满足紧急情况的需求。它发行的通货（每年）要缴纳6%的税。银行通过这些通货赚到的利润率绝不能低于6%的税率，因此用款人使用这些通货时至少要支付12%的费用。我应该把这种通货称作‘证券交易所专用资金’，因为只有那些付得起借贷成本的人才能使用这种通货——这些人正是投机者。这个法案所提供的援助是为了纽交所，而不是普罗大众。” 241

即使根据奥尔德里奇法案来裁决什么是紧急情况的货币监管署，其署长威廉·里奇利也反对这个提案。他在1907年的《年度报告》中称：除非形势相当严峻且情况极其危急，否则高税收会阻碍银行使用（紧急货币）。” 242 里奇利在纽约大学商学院发表演讲时表示

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

支持央行：有必要建立一个大央行，唯一没毛病的通货是信用通货。” 243

奥尔德里奇的金融委员会反复修订法案来提高人们对它的接受程度。 244 为了在恐慌来袭时使紧急货币迅速流通起来，修订后的法案要求财政部长提前准备好钞票，并将它们存入距离各银行最近的国库分库。为了确保有足够的通货来平息恐慌情绪，法案的最终文本将紧急货币的发行量上限提高到5亿美元。最后，为了避免“用铁路债券背书的紧急货币主要迎合了金融家和铁路大亨的需求”这种批评，奥尔德里奇极不情愿地同意只用市政债券来为紧急货币担保。 245

事实证明，提前准备好钞票的确大有裨益。

虽然《紧急货币法案》的文本已经相当民主化，但威斯康星州的罗伯特·拉福莱特（Robert La Follette）参议员仍然抨击它是“成功主导我国金融的小集团最欢迎的法案”。 246 拉福莱特在参议院发言时手里拿着一张纸声色俱厉地恐吓同僚说：我手里这张单子列出了控制着美国人民的工业、金融和商业生活的100个人。”近半个世纪后，威斯康星州的这个传统在约瑟夫·麦卡锡（Joseph McCarthy）那里得到了发扬光大。 [14] 尽管过程如此戏剧化，但参议院最终于1908年3月27日以42票对16票的绝对优势通过了《紧急货币法案》。 247 它的反对者并不在意这个结果。《纽约时报》的一则头条新闻很快宣布：《奥尔德里奇-弗里兰法案》似乎注定失败，众议院的民意表明它将折戟众议院。” 248

众议院银行和货币委员会主席查尔斯·福勒（Charles Fowler）曾经在奥尔德里奇参议员1月7日提出倡议一天后提出另一部法案，建议全面改革货币体系。福勒法案提出用可兑换成黄金的通货来替代所有用债券担保的流通货币，并且承诺兑付内战中发行的声名狼藉的绿背券。 249 亚拉巴马州的安德伍德（Underwood）议员询问福勒如何应对紧急状况时，福勒主席回答说：我认为不存在任何紧急情况。” 250 福勒的方案在众议院中没有获得半点支持完全在意料之中，更让人感到情理之中的是，福勒掌管下的银行和货币委员会于4月17日投票全体支持参议院已经通过的《奥尔德里奇-弗里兰法案》。

纽约的爱德华·弗里兰（Edward Vreeland）议员向众议院提交了一份与《奥尔德里奇-弗里兰法案》非常相似的议案，唯一差别在于他的紧急货币由商业票据背书，而不是债券。他将符合条件的商业票据定义为代表实际商业交易的票据，且票据上至少列出两个责任方的名字，期限不足4个月。 251 为了避免人们认为商业票据的质量参差

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不齐而批评这个议案，弗里兰在议案中要求银行组建“国家货币协会”来审批商业票据的可靠性。这些货币协会至少由10家银行组成，总资本为500万美元，它们将共同为商业票据创造出来的货币负责。 252 究其根本，国家货币协会的作用就像获得授权可发行贷款凭证的清算所，这些贷款凭证可以像货币一样合法地流通，即弗里兰紧急货币。为了平息福勒的怒气，弗里兰提议成立一个国家货币委员会，对货币体系的永久性调整提出建议。

有了1907年大恐慌的前车之鉴，第60届国会不通过货币法案就不可能休会。大通国民银行主席巴顿·赫本在奥尔德里奇第一次向参议院提交议案后马上开始悲叹自己受到的压力：在当前形势下，风险之一是需要牺牲太多具有永久性价值的东西才能换取即时援助，而且不幸的是，我们的国会似乎总是打算给半条面包应付了事。” 253 赫本的说法一点儿也没错，1907年的动乱太无情，人们无法置之不理。西奥多·罗斯福总统权衡再三后，于1908年5月6日呼吁众议院院长通过“有限的货币改革措施”。 254

1908年5月30日通过了一项折中法案，将奥尔德里奇和弗里兰创造紧急货币的方法统统纳入其中。银行可以直接向货币监理署抵押市政债券获得紧急货币，也可以选择另外一种方式，即银行通过其所属的国家货币协会，将商业票据或其他证券作为抵押获得紧急货币。 255 银行可发行的紧急货币最高可达到抵押债券价值的90%，不过抵押品是商业票据或其他证券时，可发行的紧急货币只能达到其价值的75%。 [15] 这两类紧急货币缴纳的税率相同，即第一个月按年化5%的税率对紧急货币的未清偿余额征税，随后每个月的年化税率逐月提高1个百分点，直至税率达到10%。 256

奥尔德里奇向参议院提出的议案中的很多条款，几乎原封不动地保留了下来。它规定已发行的国民银行券至少相当于资本金40%（而不是50%）的国民银行才能拿到紧急货币。 257 紧急货币的最大发行上限设定为5亿美元。 258 法案要求财政部长“依据法律规定……在具有实际操作性的前提下尽快（准备）通货……这些通货将存在距离各家（银行）营业网点最近的美国国库或国库分库”。 259 为了避免发行紧急货币可能导致人们感到恐慌，法案设置了一个条款，要求“紧急货币与之前发行的流通纸币享受同等待遇，并且用抵押的美国债券来担保”。 260 1908年5月30日以后发行的所有国民银行券都印上了以下文字：由美国国债或其他证券担保。” 261

弗里兰向众议院提出的法案中有一个条款要求成立“国家货币协会……在实际可行的情况下尽早完成调查并向国会汇报美国的货币体

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

系或与银行/货币有关的法律中有哪些调整必不可少或比较可取”。[262]为了推动国会对货币改革采取行动，该法案（于1908年5月30日通过）的最后一节要求：本法案将于1914年6月30日到期。”[263]

没有一个人满意这部折中的法案（即《奥尔德里奇-弗里兰法案》）。为1913年《联邦储备法案》顺利通过议会审批保驾护航的卡特·格拉斯议员以人们可以预见的方式猛烈抨击了这部法案：这部法案的原则大错特错，因为它仅仅提供了紧急货币。国家需要的不仅仅是在绝境中找到出路的作为权宜之计的畸形法案，而是要谨慎地修正美国的银行和货币体系，并对整个体系进行理智的改革。”[264]这位来自弗吉尼亚州的民主党人还攻击了众议院和参议院在会议报告中就此议案达成妥协的本质：此次（会议）报告的独特之处在于，参众两院的所有共和党与会者都签署同意该议案，但他们中没有一个人真正赞成它。这项东拼西凑的议案几乎没有一项重要的条款，而国会的共和党人并没有强烈谴责这项议案。那些在众议院议员看来非常可取的条款在参议院遭到无情的批评，而那些迎合了参议院共和党人的条款在众议院受到强烈批评。因此，在共和党的高层看来，这份会议报告代表的措施有一半在众议院声名狼藉，另一半在参议院声名狼藉，因此整项议案糟糕至极。”[265]

这部议案的另一部分抨击者认为它干涉过多，而不是做得太少。拉福莱特参议员发起了一场行动来阻挠议案的通过，但无疾而终。其中包括他收到的一封信里摘录的以下内容：《奥尔德里奇-弗里兰法案》通过后，会将通胀工具置于财政部长和银行手中，引发自罗马时代以来最严重的政治腐败……努力鼓吹这项新议案的人倒不如鼓吹由标准石油公司来发行货币，钢铁托拉斯负责赎回，纽交所提供担保并且在钞票正面印上约翰·洛克菲勒的肖像。”[266]

劳伦斯·劳克林教授为《政治经济学杂志》（*Journal of Political Economy*）撰文评论了《奥尔德里奇-弗里兰法案》。他将该法案描述为“相互矛盾的观点、妥协、仓促和政治的奇怪组合”。[267]他承认“这部法律的本意已经实现了……即避免银行未来遭遇紧急情况时无法提高货币发行量”。[268]但他在文末提道：《奥尔德里奇-弗里兰法案》是在国会即将休会前，通过几天斗争创造出来的产物。它给予银行根据自身情况发行货币的自由完全出乎意料，同时还有一个潘多拉盒子，没人知道里面是否装满灾祸。这是政界在银行业干下蠢事的一个令人瞠目的教训。”[269]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《奥尔德里奇-弗里兰法案》会见效吗？

1908年6月10日，约瑟夫·拉尔夫（Joseph E.Ralph）在华盛顿特区一间昏暗的办公室里制造出400万美元。270作为印钞局局长，拉尔夫早已启动了昼夜不停的工作模式，根据《奥尔德里奇-弗里兰法案》的授权印刷了5亿美元紧急货币。《纽约时报》描述了一些相关细节：政府希望对所承诺的创纪录货币流通做好准备，所以为国内银行印制的货币面值较小，都是5美元或10美元面值。除非现有的供给不够充足，否则不会印发面值20美元、50美元和100美元的货币。”271

尽管制造价值5亿美元新货币的工作已在进行，但《奥尔德里奇-弗里兰法案》中存在的根本性问题并没有得到解决。对这些货币征税是否会使银行面对毫无争议的紧急状况时打消申请援助的念头？将相关权力交给财政部是否会导致货币超发并催生通胀？银行是否会建立起必要的货币协会来创造足额紧急货币？

这些问题要留待时间来回答，但在组建货币协会的工作上，初期情况并不理想。截至1908年底，只在华盛顿特区成立了一家全国货币协会。一年多后的情况依然如此。1910年7月，财政部长麦克维（MacVeagh）敦促银行尽快采取行动，否则会在政府的强迫下完成此事：我本人认为，在法律存续期间，任何全国货币协会都不大可能动用自身的货币发行权。事实上，我认为恰恰是这些协会的组成和存在方式使它们不需要动用这种权力。因此，我尽可能少地在紧急情况下动用这些协会，并夸大它们对预防紧急情况的重要性。”272

麦克维的呼吁达到了切实的效果。在一年之内，纽约、芝加哥、圣路易斯、波士顿和费城等主要金融中心的银行相继建立起全国货币协会。共有284家银行参与了全国货币协会，它们的资本金和盈余占到美国所有银行的资本金及盈余的1/3。273不过麦克维关于“永远不需要紧急货币”的说法大错特错。第一次世界大战爆发引发了危机，如果不加以遏制，其严重程度会远远超过1907年大恐慌。根据法律的相关设计，政府迅速为全国各地提供了紧急货币，使1914年8月的前景明显转好。

《奥尔德里奇-弗里兰法案》的两个致命缺陷几乎摧毁了安全网。议会计划使《奥尔德里奇-弗里兰法案》于1914年6月30日到期失效，以刺激开展全面货币改革——而它失效一个月后恰好是需要它发挥作用的时候。幸运的是，1913年12月23日通过的《联邦储备法案》将《奥尔德里奇-弗里兰法案》的有效期延长了一年——至1915年6月30

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日才失效。不过它的第二个致命缺陷并没有得到修正。财政部长麦卡杜必须说服议会于1914年8月3日修订法律才能化险为夷。

[1] 本杰明·斯特朗、阿尔伯特·威金（Albert Wiggin）（大通国民银行）和詹姆斯·布朗（James Brown）（布朗兄弟哈里曼银行）撰写的备忘录中记录了与会人员达成的一致意见：在英格兰宣战前夕，纽约银行家迅速举行会议，且与会者一致认为本国银行业的境况很快会像1907年秋天那样发展下去”（请参见Memo, November 2, 1914, Board of Governors of the Federal Reserve System, Central Subject File, 1913-1954, box 1470, National Archives Ⅱ, College Park, Maryland）。

[2] 银行也可以用收回贷款的方式来满足提款需求，但出于以下两个原因，这种做法不如向其他银行拆借的方法可取。首先，银行希望维护自己作为可靠的贷款来源的声誉，因为借贷是它赚取利息的途径。其次，收回贷款有时会碰到借方拖欠还款。如果贷款必须在很短时间内清算，那么其抵押品的价值可能会减少。

[3] [在1863年《国民银行法案》（National Bank Act）的授权下]由（财政部下属）货币监理署颁发执照的银行可以在财政部存入美国国债，以此作为抵押来发行国民银行券。此类银行的名字中几乎都包含“国民”这个词。

[4] 当然，70%指的是年利率。由于短期同业拆借有抵押品，且可以提前一个工作日通知终止，所以被视为流动性最强的贷款。请参见《纽约时报》（1907年10月23日）和Andrew（1910，第136页）。

[5] 如果一家公司的资金价值超过负债，那么它就具备偿付能力。如果这些资产不能迅速转化成现金来满足取现要求，那么公司会遭遇流动性危机。如果它未能按期偿还债务，那么公司就违约了。

[6] 美国铸币局刚刚成立时隶属于国务院，随后于1799年成为独立机构。1873年的《铸币法案》（Coinage Act）将美国铸币局纳入财政部。

[7] 1792年，国会确定了1美元等同于24.626 8格令纯金。1837年1月18日，国会将1美元的价值改为23.22格令纯金。这个定价一直持续到1934年（请参见Officer，1996，第15页）。由于1盎司黄金有480格令，所以在1837—1934年，每盎司黄金的价格被确定为20.678美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（相当于480/23.22）。1900年的《货币法案》（又被称为《金本位制法案》）规定财政部持续以1美元兑23.22格令纯金的兑换率将各种货币兑换成黄金。

[8] Friedman and Schwartz（1963，第781页）称：全国各地都接受国民银行券，它与作为美国政府债务而直接发行的货币可互相交换。”欲了解1873年大恐慌期间这方面的例外，请参见Friedman and Schwartz（1963，第21页）。

[9] 1840年的《独立国库法案》规定政府的资金要放在国库分库。1843年，这个法案被废除，随后于1846年再次颁布，并一直延续到1921年（请参见Studenski and Kroos，1963，第112—119页）。

[10] 人们指责流出的2 890万美元黄金导致了10月的大恐慌。Friedman and Schwartz（1963，第158页）坚持认为黄金外流导致货币流通量下降，从而恶化了经济收缩：在1907年5~9月，起初（货币流通量）减少了2.5%，部分反映出坚挺货币减少了1%，这主要是由黄金出口造成的。”Sobel（1968，第304页）碰巧探讨了始于1907年5月的黄金外流产生的影响：所有目光都转向欧洲和纽约，等待着下一场危机……明智的投资者开始囤积黄金……法国自5月开始从美国进口黄金……在6月的第一周，出口黄金的价值超过330万美元。”

[11] Sprague（1910，第282页及以后各页）认为，即使美元汇率在1907年10月29日之后偏离黄金进口点，汇率溢价仍然吸引着黄金进口。假设英国投资者买入价值486.65美元的美国证券。如果美元的汇率为法定平价，即每英镑兑4.866 5美元，那么英国投资者可以在外汇经销商那里用100英镑买入486.65美元，这笔交易至此就完成了。然而，如果汇率溢价为4%，那么英国投资者会在英格兰银行用100英镑兑换黄金，然后以0.28%的运输成本把黄金运到美国（请参见第二章）。随后投资者再以506.12美元的价格卖出黄金（即486.65乘以1.04），其中486.65美元用于购买证券，1.36美元用于支付运输成本（即486.65美元乘以0.002 8），手里还剩18.11美元。

[12] 1900年的《货币制法案》建立了一个1.5亿美元的偿付基金，为财政部的承诺背书——财政部保证将任何美国货币（而不仅仅是金元券）兑换成黄金。绿背券和银元券首次可以在财政部兑换成黄金。

[13] 《华盛顿邮报》（1908年1月8日）报道称：对于那些不愿尽自己分内责任而未能持续使本行的银行券充分流通的银行，该法案剥夺了它们（获得紧急货币）的特权。由于银行利用货币储备投机赚到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的钱多于为了确保紧急货币流通而用（储备金）购买低息债券产生的收入，所以很多银行在这方面忽略了自己的职责。”

[14] 拉福莱特的清单上有银行家和金融家（如James Stillman、Edward H.Harriman、George W.Perkins、Jacob H.Schiff、John D.Rockefeller和J. Pierpont Morgan）及政治家（如前副总统Levi P.Morton和前货币监理署署长Charles D.Dawes）。请参见《纽约时报》（1908年3月18日）。

[15] 1908年，各国民银行持有的市政债券价值总计1.05亿美元，因此它们支持发行的紧急货币只有9500万美元。商业票据及有资格支持紧急货币发行的其他资产总计6.6亿美元（它们担保发行的通货价值最高达商业票据或其他资产价值的75%），因此，它们可以支持发行的紧急货币为4.95亿美元（请参见货币监理署《年度报告》，1908年，第11页）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章
启用紧急货币

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1914年8月2日周六深夜，银行家聚集在曼哈顿的范德比尔特酒店，焦急地等待财政部长麦卡杜。他们知道欧洲战争给美国造成了货币短缺的威胁。一天前的《华尔街日报》对此定了调子：过去一周美国流失了价值4 500万美元的黄金，人们感到整个美国会出现通货短缺。” 274 银行家害怕银行挤兑会像“1907年秋天那样发展”，而且情况只会更糟。 275

要记得黄金（如面值20美元的双鹰金元）和纸币（如绿背券）既可以当作银行准备金，也可以当作通货。 276 黄金被提走后，准备金随之减少。 277 人们知道1907年时，银行曾经中止存款取现业务以努力保住手里的准备金。1914年，银行家认识到黄金外流至欧洲会“激发人们的恐慌心理”，在中止取现之前导致人们对现金的需求猛然爆发出来。 278 储户为了谨慎起见把存在银行的现金取走，会使因为黄金外流而减少的准备金更加捉襟见肘。

1914年8月抢夺现金的场面使1907年10月的混乱看起来不过是闲庭信步。正如《纽约时报》的社论观察到的那样：或许世界永远不会看到比这更普遍且尴尬的商业关系。我们在1907年遇到的麻烦与这次相比，简直是小巫见大巫。” 279 黄金流动的规模也证实了这种差别：1914年6月和7月的黄金外流量比1907年10月大恐慌之前的黄金外流量多出一倍多。 280 而且，欧洲还将加剧黄金的流失程度。

在聚集在范德比尔特酒店的银行家中，有不少曾经亲身经历过1907年大恐慌。汉诺威国民银行（Hanover National Bank）总裁兼新近当选的纽约联邦储备银行主管威廉·伍德沃德（William Woodward）在1907年时担任汉诺威银行的副总裁。伍德沃德曾于1914年8月2日周日早上给华盛顿的麦卡杜打电话，代表纽约的主要金融家要求安排此次会面。 281 时任大通国民银行主席的巴顿·赫本在1907年时担任大通国民银行的总裁。在那之前，他就任纽约州银行督察一职。时任国民城市银行总裁弗兰克·万德利普在1907年时担任该银行的副总裁。国民城市银行是美国最大的银行。

在1907年暗无天日的日子里，赫本和万德利普都强调了通过立法成立央行的必要性。1908年5月通过的《奥尔德里奇-弗里兰法案》与他们的主张背道而驰，他们对这部法案都没有太多好感。 282 赫

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本称该法案“具有共产主义和社会主义性质”，并表示“议会收到的提案中没有比这更糟糕的了”。[283]

到了1914年8月2日，赫本希望能收回自己之前说过的话。尽管议会于1913年12月通过了《联邦储备法案》，授权成立美国央行，但在全球危机一触即发之际，这个法案尚无法发挥作用。威尔逊总统提名的两位美联储理事候选人无法通过参议院银行委员会的审批，而各联邦储备银行的筹备工作也差十万八千里。纽约联邦储备银行欢迎伍德沃德担任其董事，但没有办公室，没有工作人员，也没有首席执行官。赫本知道大通国民银行需要奥尔德里奇-弗里兰紧急货币。不过，按当时的情况看，他的银行并不符合申请紧急货币的标准。

银行家严阵以待

纽约清算所的执行委员会自周日早上10点开始就一直在开会。[284]他们已经决定发行清算所贷款凭证，并计划在次日（即1914年8月3日周一）召开全体会议。[285]清算所曾经在1873年、1884年、1893年和1907年的大恐慌中发行过贷款凭证，允许银行用它在当地清算所偿付（银行间的）债务。清算所的贷款凭证能够节约所需的现金，但不是全国各地普遍接受的交换媒介。即使在银行诉诸贷款凭证之后，1907年时仍然要支付溢价才能拿到现金。

纽约州银行督察尤金·理查兹（Eugene Richards）曾应邀参加清算所委员会当天的部分会议。他提出的建议是对储蓄账户采取“60天条款”。[286]1907年时，银行最终实施的就是这项条款，即储户需要提前60天通知储蓄行才能提取现金。

理查兹还力求控制纽约的私有银行的行为，因为这些银行的运营早已超出监管的范畴。私有银行里的佼佼者都是规模庞大的行业巨头，如摩根公司和库恩雷波公司。这两家银行主要接受富人的存款——储户都希望资料保密。它们是完全私有的，所以没有义务向监管者披露自己的活动。理查兹任由富人和为他们服务的银行家自行处理取现问题，不过他很担心曼哈顿下东区那些努力对本地移民开展存款业务的小规模私有银行。[1]

《纽约时报》称，8月2日的第一拨行动之一是“理查兹督察给私有银行家送去便条，要求（当天）不得进行任何交易”。[287]为了满足工薪阶层储户的需求，开在东百老汇和德兰西街头小贩手推车上的私有银行早已习惯了在周日及晚上营业。银行家预料到会出现麻烦，所以在自家大门上贴出了停业通知。《纽约时报》报道说：大批

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人群聚集在闹市区私有银行的办公室周围，讨论着它们贴在门上的简短通知。通知称周日不营业。” 288

既然已经在开展准备工作来避免发生恐慌，那么小摩根以及他的合作伙伴亨利·戴维森，以及即将被任命为纽约联邦储备银行行长的本杰明·斯特朗为什么还要在晚上8:30齐聚范德比尔特酒店？那天他们已经花了很多时间与纽约清算所执行委员会的核心成员召开秘密会议。

来自英国的消息引发了银行家的梦魇。《华尔街日报》8月1日发布了一篇文章，题为英格兰银行初遇挤兑，贴现率挺进8%”。 289 《纽约时报》的报道强调了伦敦遇到的困境：今天（8月1日）上午重演了昨天（7月31日）人们在（英格兰）银行疯狂用纸币抢兑黄金的一幕，只是规模更大。昨天未能拿到现金的几个人整晚守在银行大门附近，天还没亮就站在中庭以便排到队伍的最前面……早上人群规模越来越大。银行开门一小时后，排队的人达到500名左右。银行的清洁工都承担了特警工作，才能应对人群，并且在必要时逮捕任何引发骚乱的人。” 290

这场疯狂导致数千名在欧洲度假的美国游客被困在那里，而且也无法兑换黄金。《华盛顿邮报》描述了这场混乱：即使在旅游的高峰期，在伦敦的美国人也没有今晚这么多。除了到这里度假的游客……法国和比利时的蒸汽船引发的后果造成了另外一起突发事件。尽管他们中不少人口袋里装满了美元和英镑以及美国快递公司的账单，但可能和两手空空没什么区别，因为只有金银才是全世界通行的真财富。” 291

英格兰银行曾试着像央行受到的训练那样转移人们对铸币的需求，即提高利率来抑制人们取现。它于1914年7月31日周五将利率从4%提升至8%，随后于周六进一步上调至10%，在此之前只有1866年大型私有银行欧福瑞-格尼公司（Overend Gurney & Company）倒闭时出现过这样的利率水平。 292

尽管利率创下历史新高，但伦敦人仍然对黄金趋之若鹜。根据法律规定，储户取现时，地方银行既可以用英格兰银行发行的纸钞兑现，也可以用黄金兑现。这两者都是法定货币。7月31日，地方银行只提供纸币，把想要提取黄金的客户都送到了英格兰银行。 293 针线街上的英国央行门前排起长龙，证实了人们的担忧，即英格兰银行可能停止将纸币兑换成黄金。人们知道战争使交战国有了合情合理的借口暂停金本位。 [2] 为了争取时间，于1694年获得特许的英格兰银行要求英国政府宣布银行放假至8月7日周五再营业。 [3] 这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

次放假涵盖所有银行，而且国王乔治五世宣布将在1个月内暂停支付汇票。 294

纽约银行家齐聚范德比尔特酒店是为了避免重蹈覆辙。他们没有联邦储备体系，没有国王，只有麦卡杜可以保卫他们。

麦卡杜面临的问题

麦卡杜在首都还有不少事情尚未处理完，所以希望银行家8月2日周日赶到华盛顿和他会面。当天早上，纽约清算所执行委员会的代理主席威廉·伍德沃德与麦卡杜通话时告诉他，银行家希望留在纽约制造出周一早上“照常营业”的气氛。 295 麦卡杜与威尔逊总统在白宫共进午餐时商量了此事。总统敦促他前往纽约。尽管麦卡杜并不喜欢临时改变计划，但还是接受了总统的建议。

麦卡杜高挑瘦削，在每一场冒险来临时都会做好准备，就像要去参加马拉松一样。1892年，他第一次来纽约时与他在查特怒加认识的一位朋友弗朗西斯·彭伯顿（Francis Pemberton）合作销售投资证券。铁路债券是最畅销的公司债券，麦卡杜认识到精通铁路融资知识大有裨益：我成了熟谙铁路数据的行走的百科全书……我可以讲出每一条美国知名铁路的资本总额、收入和总体特征……我的书桌抽屉里塞满了铁路路线图，我白天晚上都在研究它们。过了一段时间，所有重要的铁路体系都装在我的脑子里。只要你说出一条铁路，我就可以拿过一张美国地图，用铅笔标出它的干线和主要分支。” 296

麦卡杜的精心准备是这家证券企业蒸蒸日上的部分原因。他对铁路的透彻了解使他的事业达到巅峰——在哈得孙河下面挖掘隧道，创建连接曼哈顿和新泽西州霍博肯的客运铁路服务。新闻媒体将这段隧道称为“麦卡杜隧道”，它使这位律师转行的企业家在当地声名鹊起，并帮助他进入新近当选的新泽西州州长伍德罗·威尔逊的核心团队。 [4]

1914年7月31日周五，麦卡杜认识到美国银行体系受到货币短缺的威胁。他诉诸《奥尔德里奇-弗里兰法案》来解决这个问题并且邀请银行参与他的行动：该法案允许发行货币……来应对各种紧急状况……财政部已经印好5亿美元可以随时发行。银行可以根据《奥尔德里奇-弗里兰法案》申请这些货币。” 297

根据《奥尔德里奇-弗里兰法案》的条款，银行可以将它们的商业票据和其他证券拿到所属的地方国家货币协会，换取以紧急国民银行券形式体现的紧急货币。储户自己无法区分紧急国民银行券和“正常的”国民银行券，因为1908年以后发行的所有国民银行券看起来都一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样，票面上印着：由美国债券或其他证券担保。”紧急货币能够满足储户对现金的需求。

纽约的各家银行有充足的商业票据给本地国家货币协会作抵押，不过绝大多数票据不符合《奥尔德里奇-弗里兰法案》的相关要求。我们要记得法案的初始文本中有两个几乎致命的缺陷。第一个缺陷是它将于1914年6月30日到期。这个缺陷在《联邦储备法案》中得到了解决，它将提供紧急货币的条款的有效期延长了一年，到1915年6月30日才失效。[5]第二个缺陷导致某些最大的银行不符合申请奥尔德里奇-弗里兰紧急货币的标准。最初的法案文本规定只有已发行的国民银行券至少等于其资本金40%的银行才能申请紧急货币。

纽约的绝大多数银行发行的银行券都低于《奥尔德里奇-弗里兰法案》中相关条款的要求。美国最大的银行——弗兰克·万德利普的国民城市银行——拥有1.96亿美元存款，资本金有2 500万美元，发行的国民银行券仅为360万美元。298依据《奥尔德里奇-弗里兰法案》，国民城市银行必须将其银行券的发行量提高两倍才有资格获得紧急货币。巴顿·赫本的大通国民银行拥有1.15亿美元的存款，资本金为500万美元，发行的国民银行券不足50万美元。299大通国民银行必须使银行券的发行量翻两番才能达到标准。这些银行都不持有增发国民银行券时用来抵押的政府债券。

麦卡杜于8月2日晚上9：30抵达范德比尔特饭店时，向聚集在房间里的银行家询问他们是否真的需要紧急货币。弗兰克·万德利普跳到人群前面说：显然我们对紧急货币的需求……超过其他任何人。我们的全国客户比纽约的任何一家其他银行都多。”300麦卡杜从房间的气氛中感到了事态的紧急。美国信托公司总裁爱德华·谢尔顿（Edward Shelton）是伍德罗·威尔逊总统在普林斯顿大学的同窗。他强调“他的同僚并没有夸大事态的严重性”。301麦卡杜离开会场之前向纽约的银行家承诺他会竭尽所能。

事实上，麦卡杜早就开始着手解决纽约各银行遇到的问题，只是被打断了。7月31日周五下午，麦卡杜宣布进入紧急状况后拜访了参议院，并游说参议院银行委员会主席罗伯特·欧文修订《奥尔德里奇-弗里兰法案》，暂停实施“已发行银行券占资本金比例40%以上”的要求。302

欧文参议员与麦卡杜会面之后对整个参议院发表了演讲，清晰地表明了他的主张来自何处：我阅读了财政部官员就这一问题准备的材料。他们建议修订《联邦储备法案》第27条……这一条款修订了《奥尔德里奇-弗里兰法案》，将其有效期延长到1915年6月30日……他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

建议的修订内容为‘不论何时，只要财政部长判断有必要，就可以暂停银行券发行量必须达到资本金40%的要求’。” [303]

参议院经过10分钟的辩论就通过了麦卡杜提出的修正案。[304] 明尼苏达州的克努特·纳尔逊参议员尝试解释参议院为何如此匆忙地做出决定，还要避免使人们不必要的惊慌：我们通过（这项议案）并不是因为眼下存在什么迫在眉睫的危险，而是为了以防万一。我们和欧洲的区别在于：欧洲正在忙于动员它的陆军和海军，而我们只是在动员我们的银行准备金。” [305]

第二天，新闻媒体为麦卡杜的胜利高唱赞歌：参议院对财政部长麦卡杜提出的紧急要求做出回应，迅速通过预防性措施，即修订《奥尔德里奇-弗里兰法案》，允许银行充分利用这个法案给它们带来的益处，从而避免金融波动。” [306]

麦卡杜并没有加入庆祝活动。参议院通过他的修正案后，众议院已经于7月31日周五下午休会。《华盛顿邮报》的一篇评论奠定了不祥的基调：参议院的快速行动将在众议院遭遇反对意见。” [307] 加利福尼亚州的海斯（Hayes）议员的言论反映出了这种不满情绪：我应该请你们留意的一个事实是，本届议会于8个月前通过了《联邦储备法案》，我相信执政党错误地忽略了现在连美联储理事都还未任命的事实……在我看来，如果政府恪尽职守，在此之前早已让联邦储备体系有效运转起来，就可以应对当前遇到的种种紧急情况，而不必制定这种零碎的法案。” [308]

海斯议员对“计件工作式法案”的抱怨听起来非常耳熟，很像1908年卡特·格拉斯向众议院发表演讲猛烈攻击《奥尔德里奇-弗里兰法案》时的直接发难。他将该法案的初始版本描述为“作为权宜之计的畸形法案”。 [309]

1914年8月2日半夜，麦卡杜离开范德比尔特酒店时并不知道他的修正案是否能在卡特·格拉斯领导的众议院银行和货币委员会通过。这是他不愿周日离开华盛顿的原因。他周一清晨赶回首都华盛顿，迫不及待地想尽快完成保护美国银行体系的工作。

分发奥尔德里奇-弗里兰紧急货币

麦卡杜的修正案在众议院激发了中西部州的议员对纽约的排斥情绪。堪萨斯州的议员维克多·默多克（Victor Murdock）揶揄这一议案说：既然参议院通过了这项议案……毫无疑问它会向投资银行家提供援助，特别是纽约的投资银行家，而全美的贴现银行家（discount bankers）会为此付出代价……通常来说，众议院不经过为期数天的辩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

论不会通过这项议案——如果它能通过的话。” [310] 来自明尼苏达州的众议员查尔斯·林德伯格（Charles A.Lindbergh）补充说：无论事态多么紧急，议会如此迅速地采取行动来救助处于危急中的投机者，而农民和工薪阶层都没能促成利于自己的法案，这怎么看都很奇怪。我们或许的确遇到了紧急状况……这是由投机者制造出来的，但他们将自己置身于受外国战事影响的处境；而如果他们能促使这个法案通过，那么他们就敢从事更多投机，大发战争财。”查尔斯·林德伯格是著名飞行员查尔斯·奥古斯都·林德伯格的父亲和家庭孤立主义哲学的创始人。 [311]

8月3日周一，卡特·格拉斯掌管的银行和货币委员会将参议院通过的法案提交众议院。格拉斯担心应急措施会拖延他的主要工作，即创建联邦储备体系。他的委员会增加了一个条款：“所有符合条件、加入联邦储备体系或签订协议愿意在本法案通过后15天内加入联邦储备体系的银行和信托公司都将享受本法案带来的益处。” [312] 因此，格拉斯将麦卡杜的修正案变成了推动联邦储备体系招募成员的工具。

虽然格拉斯提出的法案版本包容性更强，但默多克议员仍然拒绝支持该法案，不过他预测“抵抗这一议案也是徒劳的，最终还是会通过，因为它之前已经通过了一次。当时骆驼正在把它的鼻子拱进帐篷的门帘……只要过几个月，骆驼的整个身子就会挤进帐篷”。 [313]

默多克精确地预言了这项议案的通过过程。《国会议事录》（*Congressional Record*）记录了在8月3日晚上，众议院以231票赞同，6票反对通过了该议案。 [314] 默多克和林德伯格都投了反对票。然而，国会议事录》对于有关骆驼的言论只字不提。

8月4日参众两院开会后通过了这项议案的最终版本。它暂停了“发行银行票据占资本金40%以下的银行不得申请紧急货币”的要求，将各州特许银行和担保公司纳入申请紧急货币的对象，并删去了初始版本中对紧急货币发行总量设置的5亿美元上限。根据修订后的法案，所有银行可发行的紧急货币可达其资本金的125%。

最终格拉斯与麦卡杜通力合作，使国会通过了《奥尔德里奇-弗里兰法案》修订案。他在众议院前强调了事态紧急：我也希望我们有更多时间审议修正联邦法律这样一个重大议题……但我们没有时间……现在（的形势）比紧急情况更严峻，其中蕴含着巨大的困难……这种情况前所未见……议会不应该有片刻犹豫。”随后，他利用了他推动《联邦储备法案》时获得的支持，解释说：这项议案并无特别之处，只有一个事实例外，即我们建议将自由裁量权交给了一位公职人员

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

——财政部长，就像《联邦储备法案》将权力交给美联储理事会一样。” 315

格拉斯不想把一切都置于麦卡杜的控制之下。他说：如果联邦储备体系组织完备，那么今天就没有必要提议采取这种行动。” 316 格拉斯是因为别无选择才支持麦卡杜对《奥尔德里奇-弗里兰法案》的修订。

格拉斯曾经见过财政部长科特柳试图抗击1907年大恐慌并以失败告终，所以他认为联邦储备体系能够承担平息危机的任务。格拉斯不可能知道美国央行在20世纪30年代也未能阻止银行危机。他没有认识到，比起拥有组织完备的联邦储备体系，1914年8月麦卡杜分配紧急货币的做法或许更有利于美国。 [6] 可能除了麦卡杜以外，别人都没有认识到这一点。

早在1914年8月3日周一，即议会通过修正案前一天，麦卡杜就已经动员了紧急货币。《纽约时报》将紧急货币描述为前来驰援的骑兵：20辆大型邮政车将崭新的货币运到（纽约）国库分库……迅速吸引了大批人群的围观。”《纽约时报》还补充了一条令人深思的注解：货币监理署署长约翰·威廉姆斯一整天都在分库……协调奥尔德里奇-弗里兰紧急货币的运送安排，其中4 600万美元已经运到纽约，不过银行无法完成行内的相关安排……它们预期今天（8月4日）需要大批纸币。” 317

1908年5月通过的《奥尔德里奇-弗里兰法案》最初版本是为了避免1907年大恐慌重演。它认为应急的速度对抑制危机至关重要。它规定法案一旦通过马上授权印发5亿美元紧急货币。到1908年底，分配给各家国民银行的纸钞都已经准备就绪，纸钞上装饰着包含银行名称及标志的浮雕图案。所有紧急货币储存在华盛顿为此特建的地下保险库里，受货币局发行处主任沃森·埃尔德里奇（Watson Eldridge）的监管（这批货币包括1914年8月3日运到纽约的4 600万美元）。 318 不过1914年8月，为了适应纽约各大银行的需求，议会通过的修正案暂停实施“发行银行券占资本金40%以下的银行不得申请紧急货币”的要求，成了一块绊脚石。它改变了各机构可发行的紧急国民银行券的数量。

1914年8月3日麦卡杜向公众展示了向纽约分库运送紧急货币的过程，四天前，他同样展示了武力押运黄金到纽约分库的过程。这种设计是为了消除公众的疑虑，使他们确信各家银行都能拿到满足所有需求的通货。 [7] 与此同时，印钞局局长约瑟夫·拉尔夫额外雇用了100名员工，24小时不停歇地印发钞票来满足预期需求。 319 华盛顿哥伦比亚特区的市政委员奥利弗·纽曼（Oliver P.Newman）裁定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拉尔夫让财政部员工24小时轮班并没有违反“女性工作时间不得超过8小时”的法律规定。[320]威尔逊总统暂停了政府机构工作人员通常在夏天享有的周六半天休假。[321]

在1914年8月的第一周，财政部将价值140 697 230美元的奥尔德里奇-弗里兰紧急货币运到纽约、芝加哥、圣路易斯、波士顿、巴尔的摩、费城、辛辛那提、新奥尔良和旧金山的国库分库。[322]到了8月8日周六，银行将商业票据及其他证券存入所属的国家货币协会，提取了超过1亿美元的紧急货币。[323]截至8月中旬，货币监理署开始把紧急货币直接运往发行银行，到了8月底，送出的紧急货币总量超过2亿美元。这价值2亿美元的紧急货币代表着当月发行的国民银行券增长了25%以上。在前一年，国民银行券的数量几乎没有变化，自1910年开始平均每年增加1 500万美元。[324]

显然麦卡杜早已预计到修正《奥尔德里奇-弗里兰法案》的必要性。此外，他早在国会正式通过修正案之前就启动了分配紧急货币的流程。不过在此之前，麦卡杜压根儿没有想起《奥尔德里奇-弗里兰法案》，因为它已经被1913年12月23日通过的《联邦储备法案》取代了。自那以后，麦卡杜作为美联储理事会主席一直致力于建立联邦储备体系并使其开始运作。他曾经主持了全美各地的听证会以确定联邦储备区的具体数量。筹委会将全美划分为12个区域后，这些区域里的城市纷纷游说麦卡杜在本市成立地区联邦储备银行。自1914年6月中旬起，麦卡杜本人不得不代表威尔逊总统提名的美联储理事游说议员。他是在什么时候了解到，如果不在最后一刻达成《联邦储备法案》的修正案，奥尔德里奇-弗里兰法案》就会于1914年6月30日失效？[325]

初次试验

1913年春天（即第一次世界大战爆发一年前），麦卡杜并没有太看重奥尔德里奇-弗里兰紧急货币的作用。新当选的伍德罗·威尔逊总统提出了削减关税的法案，遭到企业界的强烈反对。同时威尔逊在推动议会迅速通过卡特·格拉斯的《联邦储备法案》，部分原因在于他期望本国面对外国竞争受到的保护减少时，新的货币体系能在头几个月提供低息货币。他怀疑共和党参议员阻碍调整货币体系的原因仅仅是为了加速金融恐慌，并把责任都推到政府新颁布的关税政策上。因此，他转向麦卡杜寻求帮助。[326]

1913年6月11日晚上，麦卡杜宣布“将毫不犹豫地向所有提出申请并且符合《奥尔德里奇-弗里兰法案》规定条件的银行发行紧急货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

币”。 327 当人们问起是否有银行申请紧急货币时，他只回答了一个词：没有。”媒体强调说：对于麦卡杜先生的目的，唯一能得到的解释是……他希望让人们确信……威尔逊政府会竭尽全力克服可能出现的一切金融困难。” 328

奥尔德里奇-弗里兰紧急货币是否能使商界冷静下来？《奥尔德里奇-弗里兰法案》初始版本的反对者认为，提供紧急货币不仅不能阻止恐慌，反而会事与愿违，引发人们的恐慌情绪。正如时任货币监理署署长威廉·里奇利警告的那样：发行所谓的紧急货币……会立刻表明自己的疲软，并发出危险的信号，除非陷于绝境，否则任何银行都不敢这么做。” 329 普林斯顿教授埃德温·凯末尔（Edwin Kemmerer）几年后回应了这种情绪：银行家通常表示，除非在极其窘迫的情况下，否则绝不愿根据该法案发行紧急货币，因为这么做就等于昭告天下自己的财务状况岌岌可危，这本身就会雪上加霜。” 330 或许这解释了为何1908年5月通过《奥尔德里奇-弗里兰法案》后没有一家机构提出紧急货币需求。1913年6月11日麦卡杜发出品尝禁果的邀请后，商界有何反应呢？

图4.1展示了1913年前6个月里，20只铁路股票和12只工业股票每日价格的变动情况。这两类股票的价格都于年初走低，屡次小幅上扬后于6月11日（即麦卡杜发表声明当天）后下探至低点。麦卡杜在6月11日晚上闭市后发表声明，恳求采用《奥尔德里奇-弗里兰法案》。因此，如果麦卡杜的声明确实产生了影响——无论是好是坏，它都应该反映在6月12日的股价走势上。图4.2将图4.1中的铁路股票价格水平转换为每日回报率，即前后两天的价格变化百分比。6月12日的回报率超过2.5%，是1913年前6个月里最高的正收益。与此相似，6月12日工业股票的正收益也很可观，回报率超过了3%。 [8]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

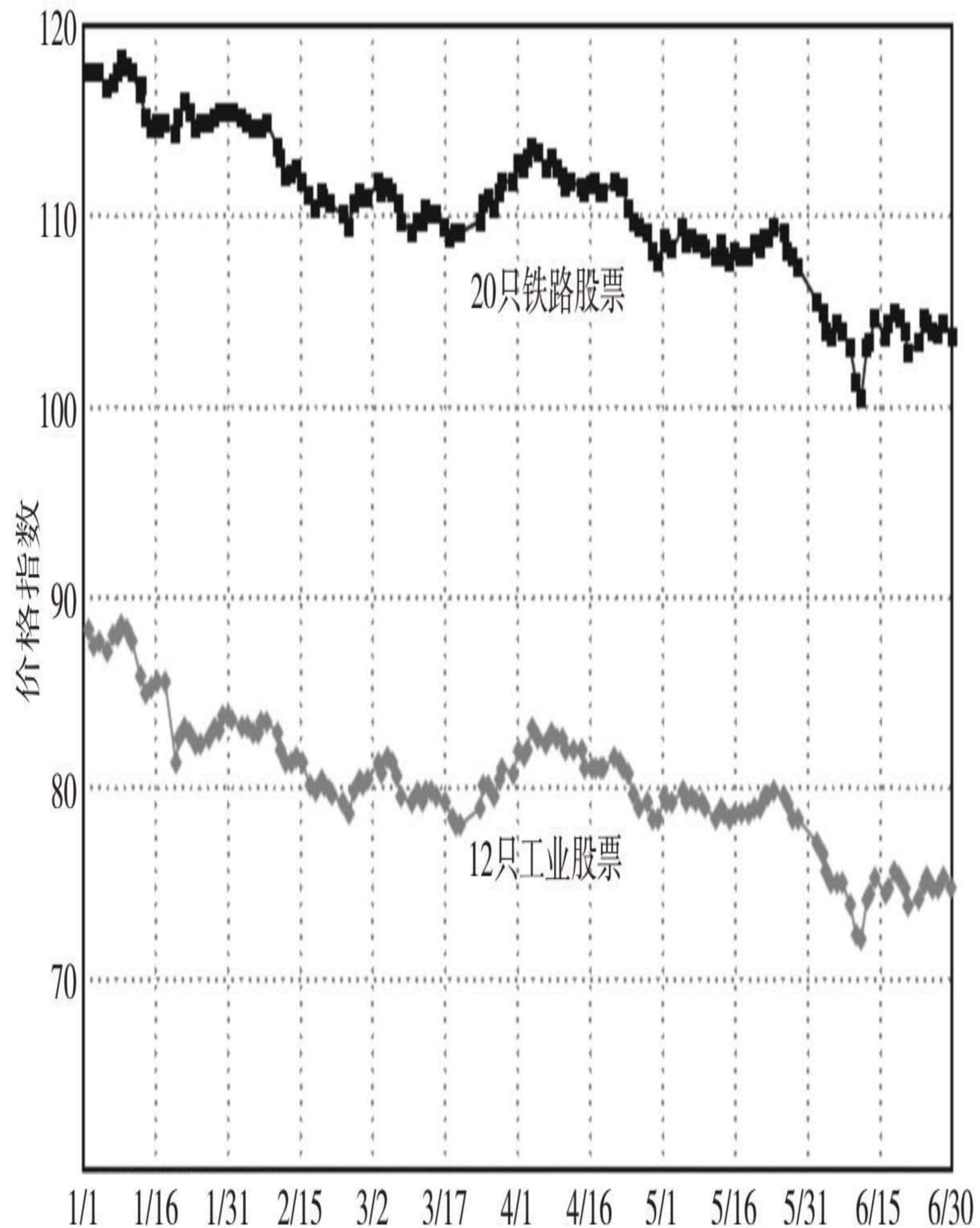


图4.1 1913年1月1日至6月30日纽交所的股价变化情况
资料来源：《华尔街日报》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《华尔街日报》解读6月12日的股市表现时，强调了麦卡杜声明产生的影响。 331 “市场强劲、积极而且走势明显，它在上扬时表现出来的弹性超过了今年以来的所有时候，如果过去三四年确实出现过这种情况的话。对这种市场表现最有说服力的解释是财政部长就紧急货币发表的声明，它无异于在邀请银行利用《奥尔德里奇-弗里兰法案》的条款来抵御秋天可能出现的严重银根紧缩。” [9]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

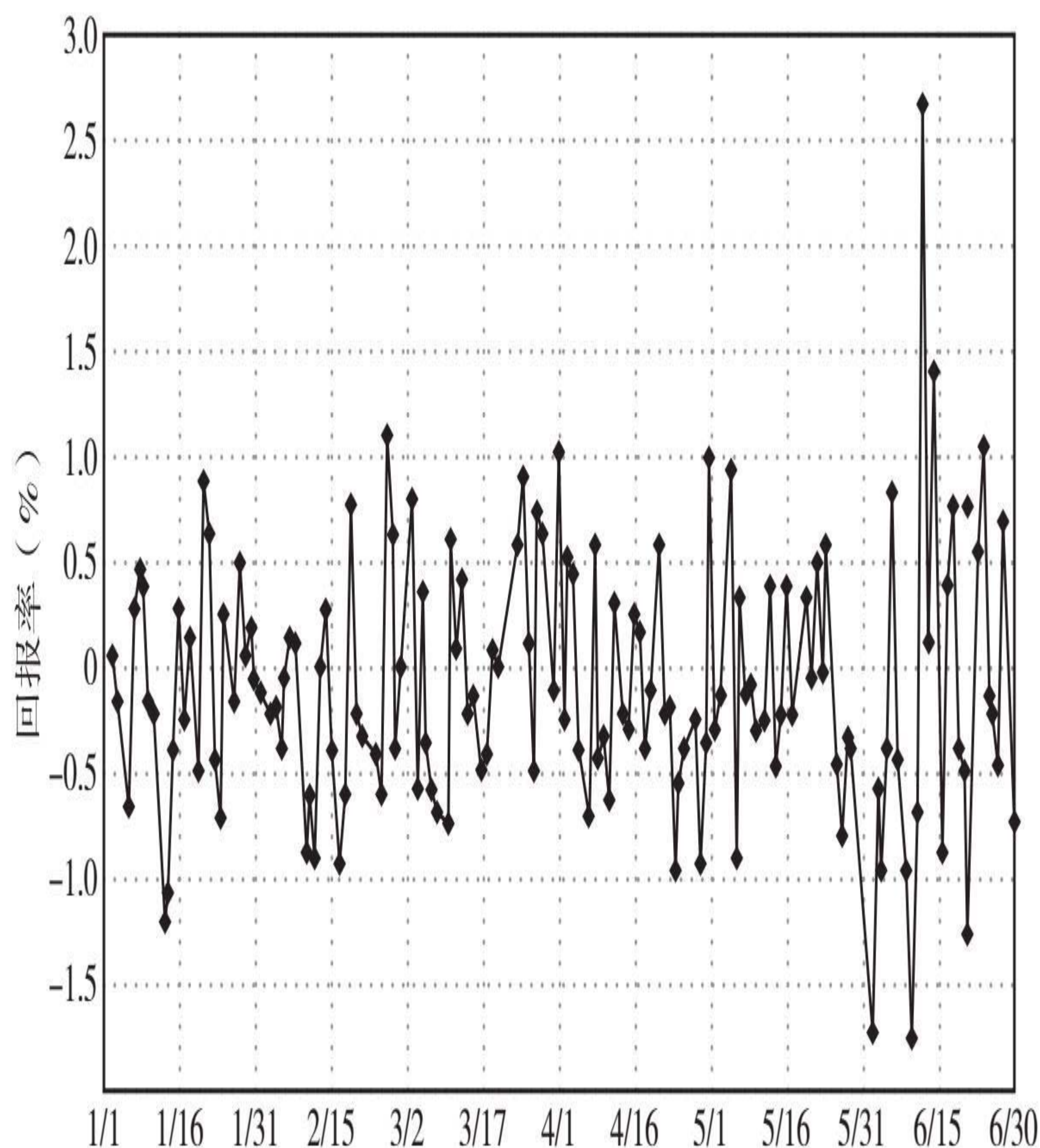


图4.2 1913年1月1日至6月30日铁路股票的每日回报率
资料来源：同图4.1。

1913年麦卡杜主动提供紧急货币，但并没有人接受他的提议。或许货币监理署署长里奇利和凯末尔教授说得没错，接受这个提议会使

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银行的声誉扫地。不过1913年6月12日，华尔街的信任投票向麦卡杜展示了《奥尔德里奇-弗里兰法案》的潜在威力。他感到自己口袋里揣着一把装满子弹的枪支。

饱受抨击的试验

1914年7月31日，美国市场撞上了路障，金融活动进入停滞状态。7月31日上午9:45,纽交所的管理委员会投票决定暂停所有股票和债券交易。投资者无法通过在纽交所卖出证券获得现金。在国际层面，外汇市场也中止交易。正如《华尔街日报》报道，外汇市场上的交易全面叫停。所有汇率都没有报价，虽然有时……英镑的名义汇率为5.20（即每英镑兑换5.2美元）”。[332]进口商和出口商无法将美元换成英镑这种广为接受的国际交换媒介。

没有什么能比市场消失给危机带来的阴影更沉重了。不假思索就能完成的常规交易成了水中月镜中花。人们习以为常的商业关系也烟消云散。1914年7月31日，纽交所闭门谢客产生了双重影响，中断了使美国商业车轮顺利前行的金融链条。

关闭纽交所的本意是切断英国从美国获得黄金的途径，但同时也使美国投资者失去了流动性，即在短期内将资产变现的能力。投资者非常看重流动性，而且容易卖出的资产价格相对较高。[333]1913年，投资者在纽交所买入卖出的股票超过8 300万美元，交易的公司债券和市政债券分别为5.02亿美元和2 900万美元。[334]现在失去了交易市场，他们束手无策。

外汇市场上买不到英镑意味着向海外借贷的美国公司和城市可能无法偿还债务。在这些借款者里，最引人注目的是纽约市。美国最大的城市向欧洲投资者购买的价值8 000万美元的英镑计价债券将于当年年底到期。外资银行主动表示，如果纽约能在8月1日偿还这些借款，那么可以给纽约市一个“相当大的折扣”。[335]它们之所以愿意接受这么大的折扣，是因为纽约市的信誉已经被战争蒙上一层阴影。审计署审计长普伦德加斯特（Prendergast）称“他认为这笔交易划不来”，拒绝了这个提议，[336]而他这么做是因为他无法用英镑支付借款，也没有办法把黄金运出去。战争的隆隆炮火声关闭了外汇交易市场的大门，也使大西洋对这种贵金属来说处处都是危险。

英格兰银行受到的挤兑表明，无论声名多么显赫的机构都无法在1914年7月31日爆发的混乱中独善其身。为了阻止银行进一步受到攻击，英国政府宣布银行放假，直至8月7日周五才恢复营业。[337]而央行缺位，1907年暂停取现业务带来的恶名尚未甩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

掉，这一切使美国机构看起来更加脆弱。此外，纽交所关闭导致流动性不足也使情况变得更糟。投资者需要更多现金来应对自身的处境。[338]然而，纽约、芝加哥、圣路易斯以及其他美国城市的银行都在开门营业，并没有上演1907年的情形。那些难以驾驭的人群都去哪里了？

1914年8月，美国银行家迎战危机时，他们就像身后站满重型炮队的将军一样。只要储户要求提取现金，金融家就可以信心满满地告诉他们：您需要什么样的现金，是大面额还是小面额？”他们知道麦卡杜已经送来崭新的国民银行券，而一旦储户知道他们可以拿到钱，就不太会执意要把钱带回家。如果把美元纸钞放在银行里可以像从家里地毯下拿出来一样方便，那么前者的安全性高得多。1907年，银行家在客户流失之前就用光了面值5美元和10美元的纸钞，所以储户感到恐慌而不知所措。

1914年，人们对现金的需求并没有在银行家的虚张声势下消失。金融家像使用镇静剂一样把紧急货币送到民众手中以抚慰他们。图4.3表明到8月8日周六（当时议会通过麦卡杜的修正案还不足一周时间），价值1亿美元的奥尔德里奇-弗里兰紧急货币进入流通。两周后，其发行量几乎翻番。到了9月第一周，紧急货币的发行量达到2.5亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

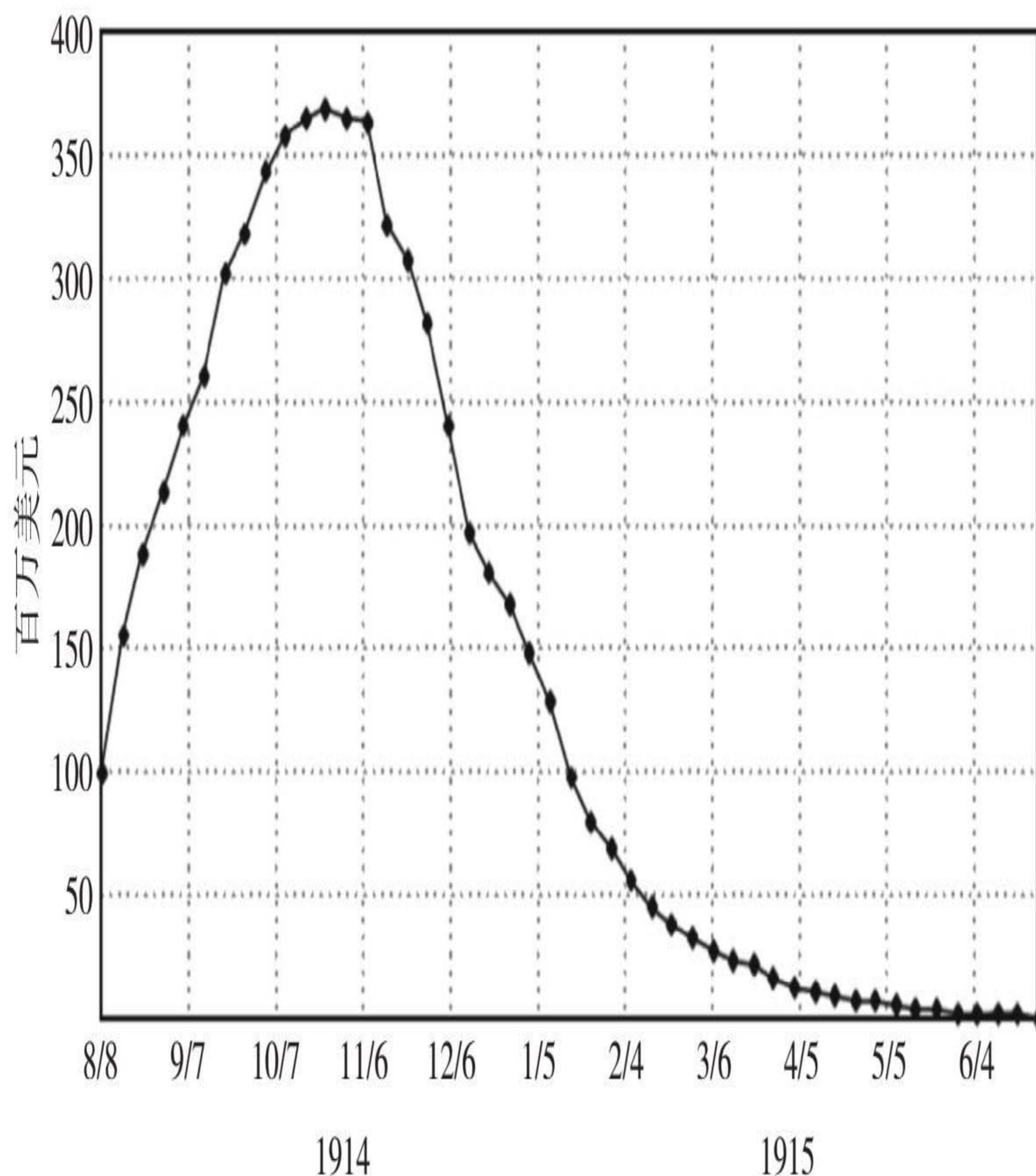


图4.3 流通中的奥尔德里奇-弗里兰紧急货币

资料来源：货币监理署《年度报告》，1915年12月6日。

谁拿走了这些崭新的货币？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

议会通过《奥尔德里奇-弗里兰法案》修正案后的第一天，纽约各大银行就开始申请紧急货币。国民城市银行拥有1.96亿美元存款，申请了1 500万美元紧急货币。 339 第二大银行国民商业银行申请了900万美元紧急货币。 340 此外，第三大银行大通国民银行主席巴顿·赫本一改自己对《奥尔德里奇-弗里兰法案》的反感，申请了955万美元紧急货币。 341

随着第一次世界大战危及全美各大银行，紧急货币在8月第一周彻底洗刷了自己的恶名。在芝加哥，大陆商业国民银行（Continental and Commercial National Bank）申请了2 100万美元紧急货币，第一国民银行申请了1 700万美元紧急货币。 342 在费城，吉拉德国民银行（Girard National Bank）申请了114万美元紧急货币。 343 数天之内，富国运通公司（Wells Fargo Express Company）将紧急货币运到了明尼阿波利斯：其中有1 160万美元送至西北国民银行（Northwest National Bank），100万美元送至第一国民银行。 344

太多还是太少？

图4.3表明，奥尔德里奇-弗里兰紧急货币的发行量在10月的最后一周达到顶点，流通中的紧急货币为3.686亿美元，使战争开始后国民银行券的发行量增加了50%。在不违反法定最高限额的情况下，银行可以发行的紧急货币量可以在这个水平上增加3倍多。 345 美国39个州的机构为储户提供了紧急货币，其中纽约、马萨诸塞、伊利诺伊、宾夕法尼亚和得克萨斯的银行提供的金额遥遥领先。 346

当时，已经发行的通货中有50%是金元券和金币， 347 国民银行券和银元券在通货中各占20%，最后10%是绿背券——联邦政府首次在内战中发行的纸币。在8月1日至10月31日之间，紧急货币的数量急剧增加，使国民银行券成为美国的第二大通货。

尽管各种形式的通货在外观上都独一无二，但对公众而言，它们之间是可以相互取代的， 348 就像1996年后发行的联邦储备纸币上印着美国伟人的巨大肖像，而早年间发行的纸币上印刷的肖像比较小一样。 [10] 货币监理署特许的银行不能将国民银行券作为储备——它们是银行的负债而非资产。不过银行采取的政策是在银行柜台上将国民银行券付给需要取现的客户，同时把金元券和银元券及绿背券留在手里当作储备（这些货币被称为“法定货币”）。 349 纽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

约清算所也为此助了一臂之力，它首次允许银行用国民银行券而不是法定货币来结算盈余。 350

从8月1日危机刚刚爆发到10月31日，紧急货币的发行量持续增长，将基础货币（即公众持有的货币与银行准备金之和）提高了7%。 351 同期货币供给的增长率为年化9.8%（货币供给包括公众持有的货币以及银行的全部存款）。 352 与此相比，1907年10月，公众对货币的执念导致货币供给在当年的最后3个月以年化11.6%的速度大幅下降。 353 弗里德曼和施瓦茨在《美国货币史》中写道，1907年随着货币存量全盘崩溃，经济收缩的情况愈发严重”。 354

1914年，全美各地纸币极大丰富的局面使人们喜忧参半。《纽约时报》的一篇社论开篇对此大唱赞歌：这些（紧急）通货是当前货币条件远胜1907年的唯一原因。”但在结尾处，文章用可与耶利米哀歌相提并论的警告结束了全文：它们已经在银行泛滥成灾，而且诱惑人们以不正当的方式使用它们。商界使用这些货币就像海绵吸水一样……银行家拿到的紧急货币最好适用即可。” 355

国内流通着大量没有价值的通货，深谙美国历史的人对此忧心忡忡。麦卡杜击退了密西西比州西森（Sisson）议员的提议，后者将州立特许银行发行的通货作为奥尔德里奇-弗里兰紧急货币的补充。 356 麦卡杜提醒所有人回想一下州立特许银行发行的货币在全国泛滥成灾时引发的货币混乱：我的年纪不够大，所以没有亲历内战之前发生的一切，不过我确实从史书中读到，在《国民银行法案》通过之前，任何人因为任何原因收到别人支付的流通纸币时，都必须去特务机关或侦探事务所……请他们追查这些纸币是否有价值可言。” 357 麦卡杜满足了南方人的要求，允许他们用“棉花仓库的收据及该收据担保的票据和债务”为奥尔德里奇-弗里兰紧急货币背书——只要国家货币协会接受即可。 [11] 麦卡杜接受《纽约时报》采访时以开玩笑的方式使紧急货币的宣扬者获得了公信力：今天法律授权发行的紧急货币多到足以毁灭美利坚合众国。” 358

事实上，奥尔德里奇-弗里兰法案》的筹划者已经担心紧急货币存在的时间过长而失去人们的欢迎。为了鼓励银行只把紧急货币当成权宜之计，最初的法案对所有银行发行的紧急货币征收分级税——第一个月的年化税率为5%，在6个月后不断上调税率直至10%。作为《联邦储备法案》的组成内容，议会将《奥尔德里奇-弗里兰法案》的有效期延长到1915年6月30日时，将税率的起点设为年化3%，而上限调整为6%。 359 在1914年8月的头两周紧急货币的流通量激增后，华尔街

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日报》抱怨称“对紧急货币征收3%的税收毫无依据”，而且议会降低了紧急货币的税率，它“对低息货币的狂热弥漫在去年通过的货币法案（即《联邦储备法案》）的字里行间”。 360 议会将紧急货币变成了低息借款的永久蜜罐吗？

图4.3表明到1914年末，紧急货币的发行量减少了一半。从7月31日至12月31日，货币供应量的年化增长率为2.7%，不足前五年年均增长率的一半。 361 政府极其忠实地落实了议会将紧急货币作为临时安全网而绘制的蓝图。 362

紧急货币是否改变了局势？

尽管紧急货币如火上浇油般使货币供应量在8月至10月一路飙升，但没有迹象表明流动性出现过剩。事实上，优质”商业票据的平均利率在这3个月里提升至6.4%以上，而在之前的3个月里，它们的平均利率不足4.1%。 363

8月、9月和10月的货币供应量猛增却未能压低利率，表明欧洲冲突引发了人们对现金的预防性需求，而紧急货币满足了这些需求。银行家利用自己分配到的紧急货币来避免1907年的情况重演，而且成效斐然。美国的银行没有暂停取现业务且仍在正常营业。货币监理署署长约翰·威廉姆斯在8月第一周首批奥尔德里奇-弗里兰紧急货币运出后警告银行家：我认为在国家的任何一个角落，都没有理由暂停现金支付。如果我署听到任何国民银行拒绝满足客户的合法要求……那么将迅速彻查该失职银行。” 364

货币监理署《年度报告》称：由于1914年8月2日财政部长当机立断采取了积极行动，授权并指挥发行了价值数亿美元的‘紧急货币’……国内所有银行……都按需迅速得到货币补给，使它们有能力在全国范围内维持现金支付，这是1893年和1907年以及之前的危机都未能创造的纪录，而此前这些危机的影响深远程度远逊于此次我们面对的危机。” 365

货币监理署自说自话的评估得到了哈佛大学危机专家斯普拉格教授同期对此所做分析的认可：自我国建立国民银行体系以来，银行首次行使了《奥尔德里奇-弗里兰法案》赋予的权利，有能力自由发行钞票来应对危机……多亏有了紧急货币，银行才能够维持柜台业务和银行间支付现金的需求……这与之前历次危机中的经历形成了鲜明对比，此次银行有能力满足危机引发的额外借款需求……在之前的危机中，从来没有政府如此即时有效地提供援助。” 366

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8月1日，商业与金融纪事报》还在对麦卡杜的努力冷嘲热讽：我们看到财政部长再次提到他手里握有崭新的5亿美元纸币可用于流通这个事实……我们希望他不要抱着‘当前危急时刻需要的是低息货币’这个念头。” 367 然而两周后，它一改之前的论调称：在此次全球历史上最严重的危机中，华盛顿当局以其可圈可点的努力驰援并保护了我国的货币体系。它们勇敢地依据《奥尔德里奇-弗里兰法案》迅速启动提供紧急货币的方案，值得为它们献上所有溢美之词……迅速采取行动并厘清形势至关重要。麦卡杜和威廉姆斯先生凭借精巧的应对手段，证明了他们完全能胜任这项任务。” 368

第二战场

绝大多数美国人去本地银行取钱时，并不在意他们拿到的是国民银行券、绿背券还是黄金。商店和酒馆老板对各类通货也一视同仁。人们这种不在意的态度是政府依据《奥尔德里奇-弗里兰法案》发行紧急货币取得成功的原因。不过，黄金是唯一被广泛接受的国际交换媒介，而国民银行券不是。无论是为了购买英国工业制成品，还是偿付英镑计价的借款，公司都需要用黄金或英镑在海外支付。

外汇市场的崩盘导致美元无法兑换成英镑。正如《华尔街日报》在8月1日报道称：外汇市场上的交易全面中止。” 369 因此，奥尔德里奇-弗里兰紧急货币并不能独力制服危机。欧洲人想要的是黄金，而不是美国的纸币。斯普拉格对这个问题总结道：奥尔德里奇-弗里兰紧急货币提供了充分满足国内需求的途径，不过危机的发展路径非常清晰地表明需要开展更多工作，使银行有能力在与外国市场的金融关系被扰乱的情况下应对危机。” 370

麦卡杜修正了《奥尔德里奇-弗里兰法案》，并迅速将紧急货币运到全美各地，避免了银行暂停营业，但这些工作没有减少黄金外流量——黄金外流可能会拖垮美国资源——特别是在英镑找到了能轻松撬动这种贵金属的方法之后。

[1] 1914年4月16日，纽约州长格林（Glynn）签署了一项法律，把那些面向公众营业的私有银行纳入纽约州银行督察的监管之下（请参见《纽约时报》，1914年4月17日）。

[2] 英国曾在拿破仑战争期间暂停将其货币兑换成黄金。美国在内战期间以及法国在普法战争中也采取过这种措施（请参见Bordo and

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Rockoff，1996，第414—415页）。

[3] 英国政府还利用这次假期印发了公众需要的小面值“紧急货币”（请参见《纽约时报》，1914年8月4日）。财政大臣劳合·乔治（Lloyd George）宣布8月7日周五可以提供面值1英镑和10先令的纸钞（请参见《华尔街日报》，1914年8月6日）。

[4] 1907年10月6日，纽约时报》的头条新闻宣布“麦卡杜终点站竣工”。1907年10月18日，在尼克博克信托公司遭到挤兑的四天前，纽约时报》的头条新闻称：麦卡杜隧道克里斯托弗大街段几近竣工。”也请参见麦卡杜（1931，第113页）。

[5] Broesamle（1973，第112页）把延长《奥尔德里奇-弗里兰法案》有效期的建议归功于麦卡杜。他并没有对此提供参考书目，我也无从考证他的说法。

[6] 根据《奥尔德里奇-弗里兰法案》，各银行需主动提出发行紧急货币。因此，高能货币（通货加上银行准备金）可以内生性地扩张以满足流动性短缺的需求。在大衰退期间，美联储理事会明知白芝浩（Walter Bagehot）的不受限制的放款原则，却没有始终如一并自动自发地将其付诸实施（请参见Silber，2006）。

[7] 《华尔街日报》（1914年7月31日第7版）报道说：在20余人的保护下，7辆美国大型邮政运货卡车于昨天下午3点开至纽约分库，并将数十个装满黄金的邮递袋存入那里。”

[8] 1913年6月12日两类指数的价格变动都具有统计显著性。在1913年上半年，铁路股票回报率的每日标准差为0.61%，工业股票回报率的每日标准差为0.78%。

[9] 《华尔街日报》强调说，6月12日开盘钟敲响时，股价开始上扬并且这种强劲的势头持续了一整天。《华尔街日报》还提到了美国司法部长未能反对联合太平洋铁路的股权置换计划，是另一个股市利好因素。尽管这对铁路业相当利好，但6月12日铁路指数只上涨了2.7%，而工业股票指数上涨了3%。

[10] 美国印钞局于2003年10月9日启用了一系列新款联邦储备纸币。最新的纸币设计包括使用背景色——在20美元的纸币上，淡淡的桃红色围绕着安德鲁·杰克逊的肖像。在此之前，颜色最后一次出现在纸币上是1905年印刷的20美元金元券（请参见明尼阿波利斯联邦储备银行的网站www.minneapolisfed.org/consumer/money）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[11] 《商业与金融纪事报》（Commercial and Financial Chronicle）（1914年8月29日）暗示麦卡杜可能在这个问题上越权行事：法律是否认可将这种棉花仓库的收据作为发行紧急货币的基础有待商榷。”劳克林（1908b，第504—505页）指出，根据《奥尔德里奇-弗里兰法案》，只要财政部长能够接受，任何抵押品”都可以作为担保。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章
英镑抢尽风头

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一场个人不幸很快放大了麦卡杜的公共角色。总统夫人即麦卡杜的岳母于1914年8月6日因为布赖特氏病（一种肾脏疾病）与世长辞。麦卡杜称“她的去世对总统来说无疑是晴天霹雳。她总是能冷静地做出卓越的判断，给他的生活带来欢乐和成功……她对人性的认识相当透彻。总统一直非常信任她对人们及其观点的评价。事实证明她是最可靠和最有影响力的顾问之一”。 371

威尔逊安葬了夫人之后就躲进总统办公室。他开始重新处理国事，但对不是必须参与的事务退避三舍。为了避免在8月第二周与小摩根会面，总统给小摩根送去一张便条：目前我精神萎靡，我的力气和精力仅能支撑非我不可的工作。” 372

麦卡杜不得不站出来收拾这个烂摊子。8月8日，他计划在8月14日会见主要金融家和商界人士来探讨外汇问题。 373 《华尔街日报》援引一位国际银行家的话证实了外汇问题的波及面：在美国人看来，用7美元兑换1英镑的行为或许很可笑，但这已经是美国支付的电汇价格了。当然，这么做不是为了商业交易或商品流通，但是当一个人发现自己的妻儿困在海外时，他愿意支付50%或更高的溢价通过电汇把黄金交到他们手上。不过，你不能以此为基础做生意。” 374

在麦卡杜宣布召开外汇会议的前夜，美国最大的银行透露了自己对这个问题的解决方案：国民城市银行正在采取措施帮助进口商和出口商从事贸易业务——目前外汇机制被严重扰乱，阻碍了他们的业务。国民城市银行已经想出一个计划，在事态发展使其具有必要性和可行性的情况下……为那些在南美及世界其他地区有业务的公司充当清算所。” 375 国民城市银行总裁弗兰克·万德利普用普通人能理解的语言解释了这篇新闻稿的内容：我们的新业务是以货易货。事实上，从其他国家购买的商品可以用来交换本地生产的商品。” 376

以货易货对麦卡杜意味着灾难。危机已经给美国金融造成了双重威胁：在国内，银行体系的通货不断流失；在国外，大批黄金外流至欧洲。麦卡杜通过分发奥尔德里奇-弗里兰紧急货币抵消了国内现金耗尽造成的影响，而且关闭纽交所，暂时阻止了黄金大量外流。然而，麦卡杜很清楚美国人需要黄金或英镑来支付以英镑计价的到期债务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，他计划将工作重点放在推动向欧洲出口棉花和小麦，以此终结危机。当其他国家购买美国的出口产品时会给美国带来黄金流入，而这些黄金随后可用于支付债务。麦卡杜为8月14日制定的日程如下：首先，准备充足的船只将我们的谷物和棉花运到欧洲市场；其次，通过银行家重建外汇市场。” 377

一旦失败，美国将被迫放弃金本位。

坚守黄金

《纽约晚邮报》（*New York Evening Post*）的财经编辑亚历山大·诺耶斯曾于1910年为国家货币委员会完成了一份关于国民银行券的研究报告。他认为7月最后一周创纪录的黄金外流破坏了美国财政部对金本位的承诺： 378 如果为了回应伦敦的还债要求，按本周的出口速度持续向外运送黄金，那么纽约各银行保险库里价值3.08亿美元的黄金……会在不足两个月的时间里消耗殆尽。显然随之而来的就是挤兑财政储备，用政府的法定货币换取黄金。” 379

1920年诺耶斯成为《纽约时报》的财经版编辑。在供职于《纽约时报》的25年里，他被称作“美国财经记者学院院长”。 380 他曾在1929年大崩盘前警告读者当心“当前形势极不安全”。 381 诺耶斯在近一代人的时间之前是否也做出了正确的判断？美国财政部能否在1914年抵挡住铺天盖地将美元换成黄金的抢兑热潮？

政府承诺将纸币兑换成铸币（即黄金），这是金本位的核心。1900年颁布的《金本位制法案》建立了价值1.5亿美元的黄金储备基金，确保财政部的纸币（主要是绿背券和银元券）可以依照票面价格兑换成黄金。1914年6月30日，除了1.5亿美元储备以外，财政部持有的黄金在偿付直接黄金债务之外，还剩价值2.52亿美元的黄金。 [1]

1900年的《金本位制法案》强化了美国对金本位的承诺。在19世纪90年代中期，大批黄金出口海外，再加上政界鼓吹用白银辅助黄金来为美元背书，美国对金本位的承诺受到猛烈攻击。 382 民主党在1896年的代表大会上主张采用更支持银本位的方案，并提名威廉·布赖恩（William Jennings Bryan）为总统候选人。布赖恩的演讲令全场沸腾，其中对黄金的控诉至今仍广为流传：对于那些要求采用金本位的人，我们要这么告诉他们：你们不应该将这荆棘王冠戴在劳动者头上，你们不应该将人类钉在黄金的十字架上。” 383

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

威廉·麦金莱（William McKinley）在1896年大选中击败布赖恩，并在4年后签署了《金本位制法案》，确定了黄金的王者地位。在之后的10年间，美国财政部的黄金储备总量翻了一番，支持白银的呼声渐渐平息。不过布赖恩并没有放弃。1900年和1908年，他两次竞选总统都铩羽而归。

1914年时财政部是否有充足的黄金储备？一旦挤兑演化成恐慌，只要黄金储备不是按照1∶1的比例对应纸币面值，那就不足以应对当时的局面。美国财政部的黄金储备少于潜在的纸币债务。[2]然而，财经作家兼银行家查尔斯·康奈特（Charles A.Conant）对亚历山大·诺耶斯的挤兑警告持怀疑态度：财政部现在的境况与1895年有着天壤之别，当时有必要与摩根家族和罗斯柴尔德家族签约，从海外找到黄金来补足法定货币的储备，以避免暂停现金支付……在当前（1914年8月）的条件下，任何黄金挤兑都不会对财政部造成实质性影响。”[384]

康奈特的观点有一些分量。1901年美国战争部长伊莱休·鲁特（Elihu Root）请他分析菲律宾的金融体系并且为其体系调整提供建议。他的建议收效显著，所以菲律宾新推出的标准硬币被称为“康奈特”，以区别于老式的西班牙货币。[385]

康奈特或许没有说错。美国财政部可以在第一次世界大战爆发之际挺过挤兑的冲击。但是麦卡杜不能铤而走险。芝加哥大学劳克林教授认为，在过去几十年里，我们未能认真对待白银，导致外国对我国货币本位的稳定性失去信心”。[386]1914年8月，布赖恩任美国国务卿，引发了世界各国对美国公信力的密切关注。布赖恩是接任总统的第二顺位人选，排在副总统之后。[3]在世界大战爆发伊始，他和伍德罗·威尔逊都认为美国要严格遵守保持中立的承诺。布赖恩还干涉了金融。摩根公司提议向法国政府提供借贷时，他给威尔逊总统发了一封信函，声称金钱是所有走私货里最糟糕的，因为它控制着其他一切”。[387]威尔逊因此彻底否决了摩根的提议。[388]

《纽约时报》还质疑了美国对黄金的承诺：官员并不是没有观察到欧洲国家采取了保护性措施，确保自己的黄金储备毫发无损……美国发现自己陷入的处境是，政府必须维持本国黄金储备，同时将美国纸币用于交换。”[389]

战争提供了放弃金本位的道德托词。[390]极少有人质疑英格兰银行是否有权利在1797年的英法战争期间暂停英镑兑换黄金。1821年，英国按照战前的兑换率重建自由兑换体系，维护了自己的信誉。[391]在第一次世界大战爆发初期，美国的中立地位迫使麦卡

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

杜无法采取这种措施。另一方面，法国、德国和俄国有充分的理由在8月第一周放弃金本位，而且它们也确实这么做了。 392 所以除了英国，所有交战国都会放弃金本位。

根据凯恩斯的说法，英国面对的危险远远超过其他任何国家。 393 全球商业以伦敦为中心展开，而英德两国是新晋合作伙伴。 394 英镑扮演着国际通货的角色。巴西农民把咖啡运给西班牙的客栈老板，在银行家罗斯柴尔德的伦敦办公室拿到以英镑支付的货款。巴西还在伦敦城卖出以英镑计价的债券来募集资金。英镑能够独占鳌头的部分原因在于，人们要求伦敦将英镑换成黄金时，伦敦从来不会闪烁其词。凯恩斯说服了财政大臣，使他相信英国政府必须维持“未来伦敦城作为自由黄金市场的地位”。 395 凯恩斯建议英国财政部“维持黄金支付以满足外国需求，同时使普通人在获得黄金时极其困难和不便”。 396

麦卡杜并没有伦敦这样的城市需要保护。纽约连全球金融竞赛的入场资格都不具备。但麦卡杜明白一贯保持较高的信誉有助于美元挤进世界金融的上层梯队。他的做法就像受到凯恩斯的训导一样。1914年7月31日，麦卡杜向公众确保“纽约的国库分库不会出现黄金短缺”。 397 他派20辆大型邮政车……把近60吨这种贵金属……送到国库分库的后门，以支撑自己的承诺。 398 与此同时，麦卡杜把美国日益流失的黄金供给保护起来。他关闭了纽交所来阻断英国从美国获取黄金。 [4] 他借助《奥尔德里奇-弗里兰法案》使银行得以维持自己的黄金储备。 399 甚至康奈特也对麦卡杜的行动赞赏有加：欧洲把她的胳膊伸进世界上唯一存放着自由黄金的地方，一直没到胳膊肘……这个事实证明（有正当的理由）采取一些保护措施。” 400

麦卡杜很清楚这些措施的局限性。欧洲持有的美国证券会在未来几个月内到期。即使纽交所因为战争时期的宵禁令关闭，欧洲也会要求美国用黄金支付到期债务。《奥尔德里奇-弗里兰法案》能够帮助银行家保护自身的法定货币储备，但是美国财政部会被迫将法定货币兑换成黄金以满足欧洲对黄金的合法要求。此外，麦卡杜知道如果自己的应急措施迟迟不退出就会损害美国经济。关闭纽交所导致资本市场缺少指南针，而紧急货币泛滥可能会引发通胀。

麦卡杜需要一个退出计划，以安全地清除这些权宜之计。他认识到推动美国农产品出口能够抵消黄金外流造成的影响，这样欧洲必须再用黄金来支付这些农产品的费用。麦卡杜将8月14日会议的日程集中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在“准备充足的船只将我们的谷物和棉花运到欧洲市场……通过银行家重建外汇市场”。

查找外汇市场的症结

图5.1重现了第二章的内容，使我们想起战争导致美元与英镑的汇率发生巨变。在1914年上半年，英镑的汇率围绕4.866 5美元的法定平价小幅波动，既没低于4.85美元，也没高过4.89美元。黄金套利抑制了汇率水平的波动。[5]——战争导致黄金无法运到大西洋对岸后，英镑打破过去的障碍，将人们对其汇率的所有记忆远远甩在身后。7月以后，英镑的美元价格像互联网股票一样剧烈波动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

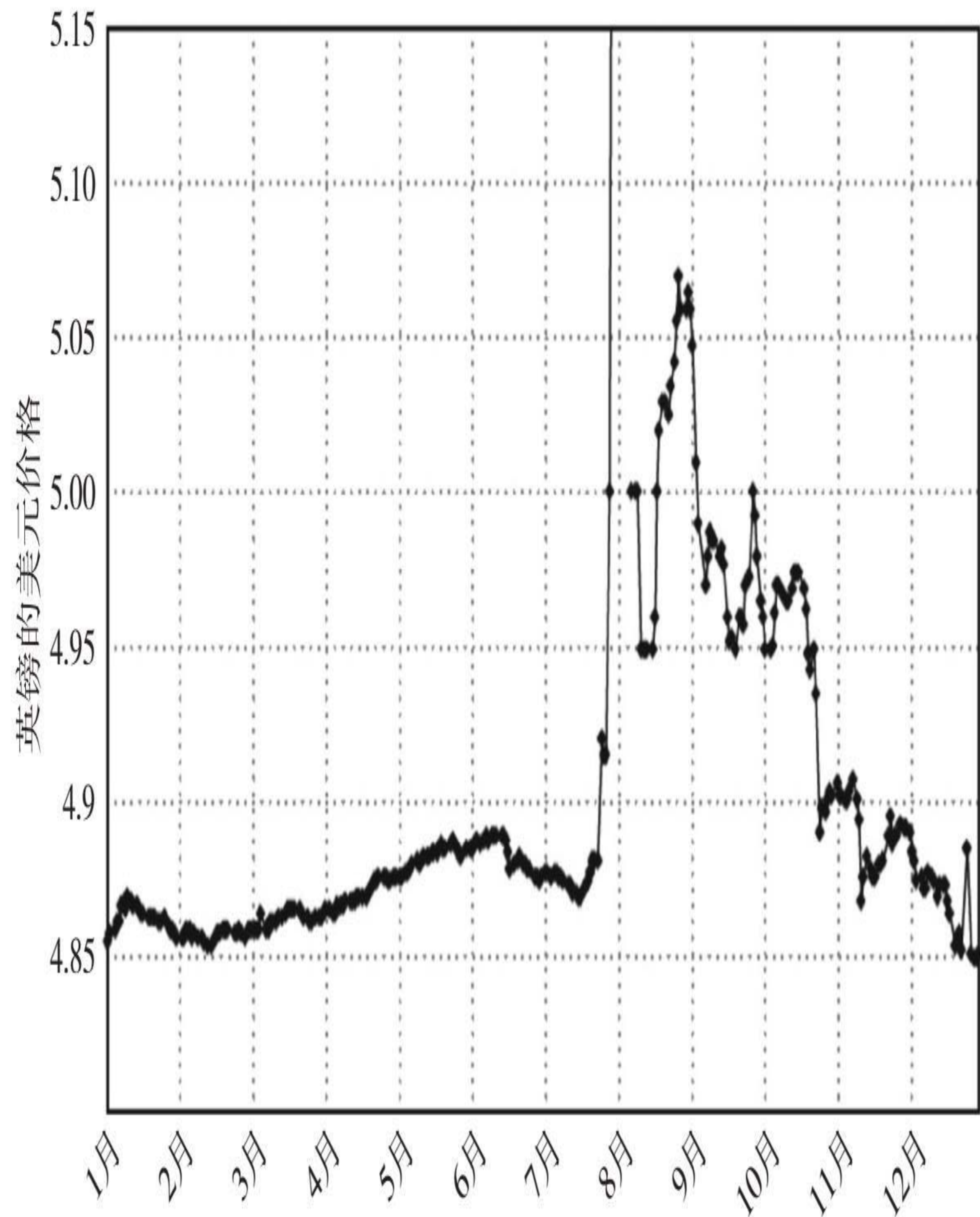


图5.1 1914年的英镑汇率情况
资料来源：《华尔街日报》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些数据还表明在8月1日至7日，英镑的价格从我们的视线中消失了。8月3日，华尔街日报》解释了为何自己没有报道英镑价格：鉴于当前的形势发展，报价的难度超过了以往任何时候。业务完全取决于个人谈判。” 401 8月8日，报纸恢复定期报价，当日报价为每英镑兑5美元。 402 外汇交易的规模仍然较小，但经销商已经将5美元作为有利可图的英镑价格。 [6] 《华尔街日报》强调说：最近几近疯狂的外汇市场已经被相对冷静的状态取代。” 403

8月8日发生的很多新闻改善了市场环境。麦卡杜计划于8月14日召开会议，并且发布了会议主题“准备充足的船只运送我们的谷物和棉花”。货币监理署署长威廉姆斯宣布银行有充足的紧急货币满足所有储户的需求，因此释放出了黄金用于出口。 404 国民城市银行宣布了它的以货易货倡议，在外汇市场未能复兴时，为农产品出口提供一个载体。而且一天前，小摩根为其法国子公司摩根-哈杰斯公司（Morgan Harjes & Company）安排了有限的信用透支，稍稍恢复了与欧洲的商业关系。 405

图5.2重点关注了8月的外汇情况。在麦卡杜8月14日会议召开前两天，英镑汇率跌至4.95美元，美元价值随之上涨。在当月下旬，美元之前的涨幅全部吐出：英镑汇率上升到5.05美元以上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

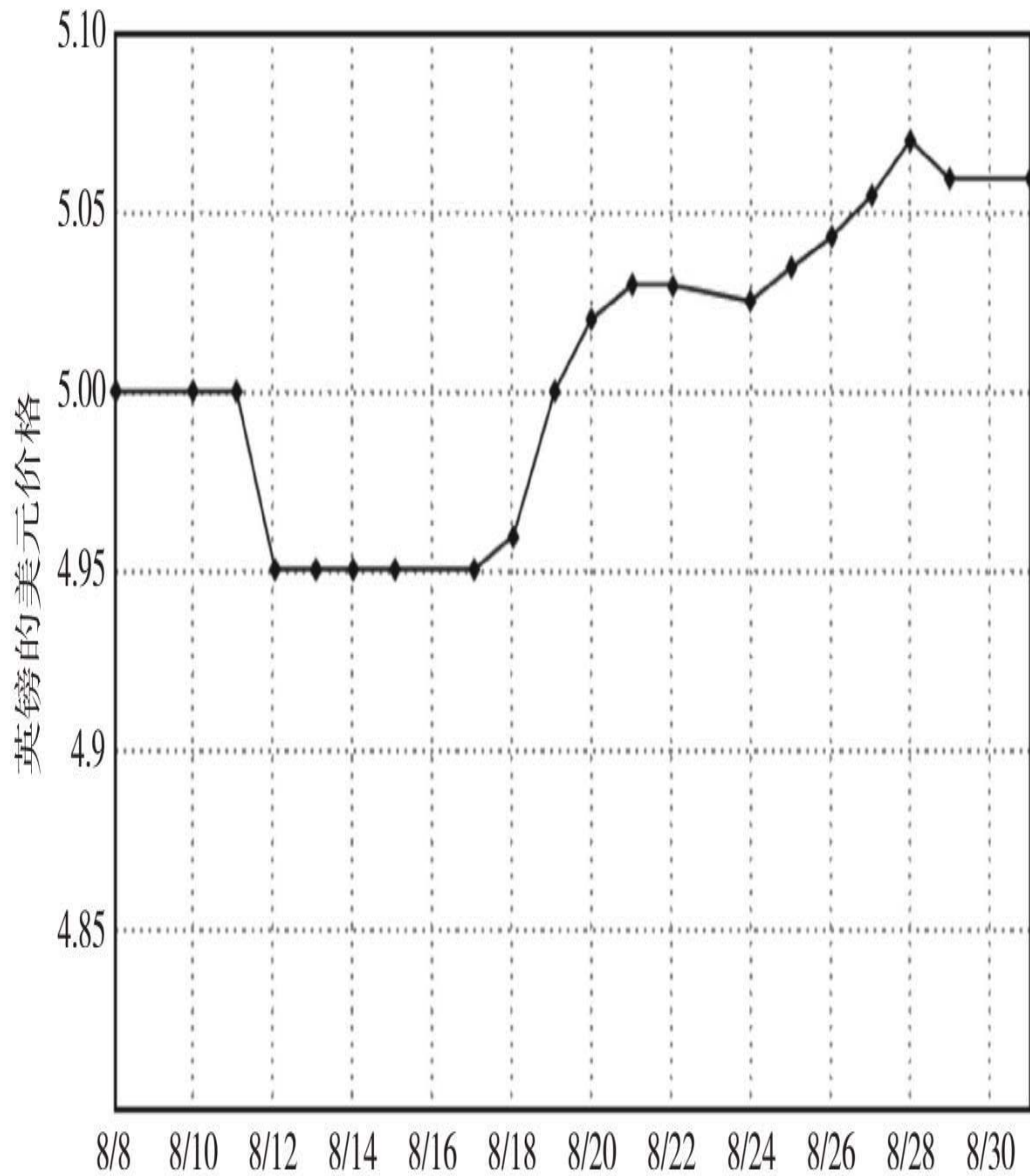


图5.2 1914年8月的英镑汇率情况
资料来源：《华尔街日报》。

为什么美元的价值如此变幻莫测？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

麦卡杜曾经与担保信托投资公司的外汇专家麦克斯·梅分析了最初外汇遭到破坏而且导致英镑的美元价格出现溢价的情况。梅前往首都向麦卡杜汇报了纽约外汇经销商的看法。406他周日下午陪同麦卡杜回到纽约，后者赶赴范德比尔特酒店与纽约的银行家见面。407尽管他们的谈话并未记录下来，但其情况大致如下：

麦卡杜：为什么英镑卖出这种高得出奇的价格？人们不知道欧洲需要美元来为战争买单吗？

梅：供需关系决定着价格，部长先生。

麦卡杜：我曾经听过这句话……用你自己的语言告诉我这意味着什么。

梅：您希望我详细讲述这些令人不快的细节吗？

麦卡杜：我毕生都在从这些细节中学习经验教训。

梅：好，情况是这样的。美国的英镑供给主要来源于出口商，他们将货物运到国外，收到以英镑（或者更准确地说，是以汇票形式表现的英镑所有权）支付的货款。举例来说，一位阿肯色州农民开出汇票，使伦敦进口商（事实上是进口商使用的银行）有义务用英镑支付购买棉花的费用。[7]由于美国农民需要美元来购买更多种子或在城里住一晚，所以他们把汇票卖给像我这样的外汇经销商。我按照英镑的美元现价向农民支付汇票的美元价格——当然，英镑的美元价格就是汇率。我买入代表英镑所有权的汇票是因为和其他所有商人一样，我希望迅速卖掉这些汇票来赚取小额利润。不过如果农民无法把他们的产品出口到英国，那么我就没有英镑可卖。供给枯竭时，价格就会迅速飙升。

麦卡杜：但我们都知道，这只是故事的一半。我认为，关闭股票交易所可以减少英国投资者对英镑的需求。他们无法再在纽交所卖出手里的美国证券获得美元，然后要求将这些美元兑换成英镑。如果英国投资者对英镑不再有需求，那英镑价格怎么还会居高不下？

梅：啊，但在纽交所关门之前，很多英国投资者就已经卖出了他们手里的股票和债券。在7月30日周四那天出售股票的英国投资者为数不少，他们持有美元而且想拿到英镑。一些外汇经销商为了迎合这些客户的需求，没有先购买汇票就向这些客户卖出英镑，[8]因此导致他们手头英镑不足。

麦卡杜：听起来他们是在投机，就像一些中西部的议员指责的那样。

梅：稍微有那么一点吧。请记住，通常情况下外汇经销商即使没有汇票也能找到英镑。他们总是可以将自己从英国投资者那里拿到的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元带去国库分库兑换成黄金，然后再将黄金运到英国，存入英镑账户。请记住，这就是通过黄金外运限制汇率波动的方式，它创造出英镑供给来满足人们的需求。但是无法将黄金运到大西洋彼岸时，外汇经销商就无法偿还其英镑债务。这是英镑价格猛涨的原因所在。[9]

麦卡杜：船只？

梅：我没听清。

麦卡杜：没人关心船只，但这正是我们需要的——运送出口货物的船只。

梅：部长先生，您说得太对了，尤其是考虑到美国在未来数周至数月内需要更多英镑来支付英国和法国持有的到期公司债券和市政债券。

麦卡杜：看起来造成了很大浪费。明知道英国和法国必须把黄金运回来购买我们的棉花，还要把黄金运往国外偿付我们的债务。他们为什么就不能坚持使用美元呢？

梅：黄金和英镑统治着全世界。美元还没有成为国际支付手段。

麦卡杜：也许我们可以对此做些什么。

***

很多人都知道，随着战事持续发酵，美国的出口会压低英镑的价格并推高美元的价值。英国财经周刊《统计学家》（*Statist*）编辑兼英国财政部顾问乔治·佩什（George Paish）爵士在1914年8月1日写道：在不远的未来，欧洲大陆上的熊熊战火可能使美国人民占据经济优势。战争使他们能够以天价卖出自己的农产品，而如果没有这场战争，他们的利润绝对不可能这么高。”[408]

但是，在粮食加持美元之前，美国必须偿付欧洲的到期债务。如果美国不能做到这一点，那么就没人愿意持有美元。据佩什估算，英国投资者持有的美国公司债券和市政债券超过33亿美元。[409]在战争刚刚爆发的时候，没人知道这些债券中有多少在未来几个月内到期。美国公司以及它们的银行家需要用黄金或英镑来偿付这些债务，但并非每个人都想这样做。在1914年8月，英镑的美元价格成了美国信誉的晴雨表。

银行家的战争

麦卡杜决定美元继续与黄金挂钩，使银行家的处境变得复杂起来。万德利普的国民城市银行和赫本的大通国民银行等全国性特许机构承诺以法定货币兑付存款账户，这些法定货币包括铸币、绿背券或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银元券。银行必须以法定货币的形式持有储备来确保其兑付能力——对纽约的大银行来说，它们的储备相当于存款的25%。因此储户知道，在金本位下，他们可以随时将其活期存款兑换成黄金——要么是直接在银行进行操作，要么是在国库分库将绿背券或银元券兑换成黄金。

战争爆发之初的黄金出口使纽约各银行的保险库减少了价值5 000万美元的黄金，导致它们的法定货币储备缺口超过2%。 410 银行家需要防止黄金进一步外流以恢复储备。 [10] 当时没有战时保险来保障货运船队穿越大西洋，这成了意料之外的盟友，就像敌军潜艇的封锁一样使黄金出口成为泡影。即便如此，黄金外流也没有完全终止。加拿大银行家可以经陆路通过卡车或火车运送黄金。8月3日他们提取了价值302.5万美元的黄金。 411 据《华盛顿邮报》报道：人们认为加拿大银行家在近期危机中的态度极不友好，与纽约银行家采取的保护措施背道而驰。” 412

纽约银行家采取了什么保护措施来管理他们的黄金呢？大通国民银行的赫本表示：只要付诸清算所贷款凭证，就可以马上轻轻松松地防止黄金被运走。银行从储户那里收到大额存款时，完全可以说‘我们的这些账户收到的只是清算所的资金，而不是黄金，所以我们也只能通过清算所给您支付存款，而不是黄金’。” 413 赫本的豪言壮语夸大了他叫停黄金提现的能力。大通国民银行的储户可以随时要求用自己存入该银行账户的钱来兑付自己开出的支票，赫本别无选择，只能支付法定货币。不过，纽约时报》也说了：自银行家与财政部长麦卡杜8月2日在本市会面以来，黄金已经遭遇事实上的禁运。” 414

鉴于绝大多数欧洲国家已经暂停使用金本位制，所以一些银行家借用这些例子来证明自己拒绝外运黄金是合情合理的。8月2日，报道称一名官员表示：我们并不建议欧洲用纸币来换取我们的黄金。如果他们拒绝用铸币支付美国的账单，那我们别无选择，只能以其人之道还治其人之身。” 415

《商业与金融纪事报》发表社论声援了此类措施：总而言之，欧洲确实已经暂停了黄金支付。只要这种状态持续下去，那我们就绝对不能牺牲自己的股票，将它扔进欧洲的水槽里。” 416 随后《商业与金融纪事报》表明自己的观点：与人们普遍持有的观点相反，我们没有更多黄金可用。事实上，我们在6月和7月与欧洲的交易过于随便，卖掉了将近1亿美元的股票。如果现在雪上加霜，使欧洲再拥有5 000万至1.5亿美元，那会给我们造成严重的威胁，危及我们是否能维持黄金支付。” 417

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并非所有银行家都试图逃避自己的海外债务。多亏了凯恩斯，英国并没有抛弃金本位。据《纽约时报》报道： 418 少数银行家在战争爆发之后一直坚持认为，只要我们还有黄金可以用于支付，那就别无选择，只能把它运往国外来足额偿还我们的债务，只要法国和英国宣布的延期偿债不涉及这些债务，就必须这么做。” [11]

库恩雷波公司和摩根公司等私有银行极其关注美国的付款承诺。它们将公司债券和市政债券投入欧洲机构，其中一些债务可以用外汇偿付，主要是英镑和法郎。库恩雷波公司在巴黎抛掉宾夕法尼亚铁路和南太平洋公司的债券，并参与了在伦敦发售纽约市政债券的业务。 419 摩根公司通过伦敦分公司摩根建富银行（Morgan Grenfell）和巴黎分公司摩根-哈杰斯公司几乎参与了所有美国蓝筹股的分销。如果不能偿还债务，那么美元就会信誉扫地。

用库恩雷波公司高管雅各布·希夫（Jacob Schiff）的话来说，荣誉感使美国没什么空子可钻。他在美国商会发表演讲时表示：数量相当可观的企业债务和市政债务会逐渐到期，这些债务中有一部分可以用英镑偿还，一部分可以用法郎偿还，还有一部分可以用马克偿还。问题在于我们是否应该拖欠债务？英国和法国已经明确的延期偿债不包括息票、企业债或市政债以及其他在规定日期偿还的债务。现在，如果不偿还这些债务，那就是违约，怎么诡辩也改变不了这一点。一个诚实的人无法还债时他会怎么做？他会试着去借钱，他会找个本子把这些债务记下来。这不过是他应该做的……我们必须通过紧急货币的方式从愿意给我们提供贷款的自己人那里借钱，紧急货币的兑付受到了法律的保护。如果我们能以这样的方式偿还债务，那就必须这样做。” 420

随后希夫提出了一项相当激进的提议，要求将包括紧急货币在内的国民银行券都视同银行储备，这使他呼吁美国恪守诚信的恳求变得复杂起来。 [12] 即使在那些关心美国海外债务的人群中，他也没有得到什么支持。摩根公司的合伙人亨利·戴维森说：我没有看到任何人有意利用这种局势。每一名真正的美国人都应当在承诺的时间和地点偿还其债务，但（希夫的）这项计划会让支付变得困难，而不是有利于偿还债务。” 421

只要船只和保险缺失导致黄金被锁在纽约银行的金库里，银行家之间的争论不过是场“课堂练习”。其后英国人找到了打开金库的钥匙——渥太华。银行家的学术之争变成了街头斗殴。

存托点渥太华

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8月12日周三，华尔街日报》的头版报道为“英格兰银行在加拿大”。 422 为了消除读者初看到标题时产生的迷惑，以为议会授权英格兰银行在北美开设分行，华尔街日报》进一步解释说：英格兰银行所做的……是建造一个黄金收货港，消除战争对黄金出口带来的风险。我们现在可以把黄金运送到（渥太华），记入英格兰银行的账户，既不用承担天价保险费，也不用冒黄金作为战时禁运品被没收的风险。” 423

麦克斯·梅原本会欣喜若狂。英格兰银行使他的外汇业务得以复兴。由于农民手中没有汇票，梅又无法把黄金运到大西洋对岸兑换英镑，所以自8月1日以来，他几乎没有英镑可卖，眼睁睁地看着自己的客户随着英镑价格大跳水而逐渐消失。现在麦克斯·梅可以让所有人心满意足，其中也包括他自己。他可以将黄金运到渥太华，以4.9美元的成本兑换英镑，这是新的黄金出口点。 424 他的客户会很乐意按每英镑4.905美元，甚至是4.91美元的价格买入英镑，而不是危机爆发后一度占据上风的5美元甚至更高的价格。梅一天之内卖出的英镑可以比之前两周出手的数量还多。他要做的就是取出自己在本地银行的存款，拿着这些法定货币到国库分库换成黄金。随后他可以雇用一家快递公司将黄金运往渥太华。梅很清楚国民银行不乐意放弃手中的黄金或绿背券来为他的套利操作大开方便之门，但它们别无选择。这是他依法享有的权利。

梅有法律为他撑腰，但钱却在银行手里。它们知道英国想要美国的黄金，并在渥太华刚刚开设了一个步入式保险箱。麦克斯·梅和渥太华的组合使它们比以往更担心自己的储备。8月12日，纽约时报》报道称：据悉银行家并没有就（渥太华造成的）问题召开会议，但大部分人决定，如果知晓要从银行提取的大额资金是用于出口，那么就拒绝支付该款项。” 425 没人表明究竟要怎么操作，但大家都知道它们会尽力而为。

大通国民银行和国民城市银行会加倍努力用国民银行券而不是法定货币来满足储户的提现需求。它们的柜员会为希望提取10万美元现金的储户准备好100张码放整齐且厚度不足一英寸的国民银行券，每张银行券上都印有1 000美元的面值。渥太华不会接受美国的国民银行券。在1914年8月，只有英镑才像黄金那样令人信任。当然，如果公司需要用黄金来偿还海外债务，那么可以通过华盛顿的银行券赎回机构将国民银行券兑换成法定货币及铸币。 [13] 不过大通国民银行和国民城市银行可以通过不及时补足赎回基金的方式来延迟黄金出口。 [14] 而这阻碍了麦克斯·梅的套利业务。

***

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

既要保护我们的黄金，又要维持我们的美德，这两者造成的困惑简直要让人精神分裂。《华尔街日报》引用的一位匿名银行家的话描述了这种复杂的情感：我们是否应该钻这个空子，这是个问题……假设我们把黄金运到渥太华……那么原本就不足的储备会被消耗殆尽……当然了，我们必须偿还自己欠下的债务。我们以前一直都是这么做的。但是既然英国已经宣布了延期偿债，那显然我们现在也可以多等一小会儿……这段时间足以完善我们的方案，用准备卖出去的产品来偿还我们的债务。” 426

这位心情矛盾的银行家的说法对吗？美国能争取到这种时间吗？麦卡杜计划在8月14日周五（也就是英国投下重磅炸弹两天之后）召开会议，以准备“足够的船只将我们的谷物和棉花运往欧洲市场，并通过银行家重建外汇市场”。欧洲须像过去那样，购买美国农产品来填自己的肚子。但农产品仍处于违禁品的阴云之下，如果是运送给交战一方的话，很容易在公海被俘获。[15]——雅各布·希夫对于英国和法国延期偿债的看法没有错。它们并不涵盖企业债券和市政债券的利息和分红。427——美国需要偿债意味着渥太华将马上发挥作用。外汇市场的情况表明了道德是否能够占据上风。

外汇法庭的裁决

经过为期一周的幕后谈判，8月8日再度出现外汇报价。在8月8日周六、8月10日周一和8月11日周二，英镑的价格均为5美元。周二，关于渥太华的流言在金融圈里传开，并在第二天见诸报端。《纽约时报》报道称：银行家进行了大量电话咨询，并向伦敦发电报询问相关传言的真实性。” 428——英镑在8月12日周三的价格表明，关于渥太华存托点的消息是否会对美元价值产生重大影响。

美元对英国做法的回应是升值还是贬值？可以将活期存款兑换成黄金的公司或市政府绝对不会以超过4.9美元的价格向麦克斯·梅兑换英镑汇票。如果迫不得已，它们可以自己运送黄金。因此对英镑汇票的需求下降会把其价格压低至4.9美元左右的水平。另一方面，黄金外流可能死灰复燃，进一步威胁美国对金本位的承诺。美国财政部也许不得不暂停将纸币兑换成黄金，或者银行可能无法兑现自己的承诺用法定货币支付储户的存款。无论是以上哪种结果，都会导致美元的吸引力逊于英镑，从而推高英镑相对于美元的价格。

图5.2展示了1914年8月英镑的美元价格。8月12日，英镑价格下滑1%，从8月11日的5美元跌至4.95美元——算是相当大的跌幅。[16]——外汇市场的表现确认了美国人能够把黄金运到渥太华

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

——而且他们会这么做。市场也预计英镑汇票需求量下降带来的积极影响将超过美国信誉潜在受损造成的损失。渥太华应该让美国人感到骄傲，但也不是太骄傲。

《华尔街日报》引用了“纽约外汇市场上最重要的经销商之一”对此的评论：这（渥太华）是7月31日关闭纽交所以来最重要的一项公告。它意味着不用被迫把黄金运往国外，而是可以在渥太华存入英格兰银行，这将立刻解决我们的外汇短缺问题。” 429 《华尔街日报》采访的专家正确地评价了渥太华的重要性，但对于渥太华能在多大程度上解决美国的“外汇短缺”问题，他没能做出正确的判断。8月12日，英镑价格仍维持在4.9美元的黄金出口点之上。渥太华并没有使英镑相对于黄金运输成本的溢价消失不见。很显然，麦克斯·梅无法随心所欲地频繁进行套利操作。 [17] 英镑保持溢价并且由此导致美元相应的折价，这种状态贯穿了整个8月，而且价格变化幅度越来越大。

海上运输和保险的缺失并不能解释英镑价格为何居高不下。渥太华已经把这些借口一扫而光。相反，英镑的溢价表明，人们更倾向于持有黄金而不是美元。纽约的银行更喜欢黄金而不是纸币。英国人更喜欢黄金而不是纸币。美国公司和市政准备卖掉多余的美元来购买英镑汇票，而不是向银行家施压，要求拿到它们依法享有的黄金。在1914年8月，全世界都更愿意持有黄金而非美元，而英镑享有与这种贵金属同样显贵的地位。

图5.2展示了8月13日至8月18日，英镑的价格没有出现大幅波动。 [18] 麦卡杜在8月14日召开的“准备足够的船只将我们的谷物和棉花运往欧洲市场”的会议所取得的成果被美元忽视了。他在8月15日发出的新闻稿表示：这次会议的成果是……成立了一个委员会，与国会商讨……如何为从事美欧海上贸易的船只和货物面对的战争风险提供保障。” 430 人们对此反应并不积极，表明存在诸多不确定性，如国会能够多快采取行动、政府保险能否解决禁运品被交战国缴获的问题。虽然这个消息刚刚发布时，人们的反应很平淡，但作为8月14日会议的直接成果，麦卡杜的战争风险保险局还是在1914年9月走马上任，带来了这场危机的转折点。

麦卡杜为美元的最终兑付埋下了一粒种子。

美元在8月12日呈现的涨势在一周后就完全消失了。到了8月19日，英镑价格升至5.0美元，相对于8月18日4.96美元的水平来说可谓涨幅相当显著。 [19] 是什么原因导致了美元的命运逆转？是银行家的围追堵截导致向渥太华运送黄金的热潮戛然而止，还是美国的信誉受到了更重大的打击？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8月19日带来了坏消息，即关于美国在伦敦短期债务的第一份具体报告。在那之前，公众并不知道需要多少黄金或英镑来支付海外债务，也不清楚这些债务到底什么时候到期。8月19日，纽约时报》的一篇报道题为纽约市海外负债8 200万美元，将于明年1月1日前在欧洲到期”。 431 《纽约时报》随后引用审计长普伦德加斯特的话说，他在此前一天与一些主要银行家见过面，但“还没有安排好如何偿还本市即将到期的欧洲债务”。9月到期的债务为1 215万美元，几乎都要以英镑支付。

雅各布·希夫无意间进一步加剧了市场的负面反应，他于8月19日向《纽约时报》做出了以下背景评论：他（希夫）主张毫不犹豫地偿还我们的欧洲债务中没有被延期的债务，特别是欧洲民众持有的、即将到期的市政债券（如纽约市的债券）或铁路及其他公司债券。只要到期，就要偿还。如果无法进行海外偿债……那必须通过出口黄金来实现，即使这么做会给我们自己带来一些压力。” 432

8月19日英镑价格大幅上涨，清晰地表明市场预期纽约市的债务将给美国黄金储备造成压力。《纽约时报》的一篇社论描述了它造成的连锁反应：黄金支付有可能会通过法律程序强制实行，而且是最让人为难的那种程序。最大的海外黄金债务人和最大的‘外汇’短缺方就是纽约。无法想象它拒绝兑付债券的情形。债务违约带来的不仅仅是针对该市的法律程序，还对银行和财政部提出令人为难的取现需求。如果该市要求以黄金兑现其3 000万美元的存款余额，那会让银行很为难。如果银行要用财政部债务来支付黄金，那会让财政部很为难。” 433

人们根本无法规避这种极有可能出现的窘境。8月19日，黄金耗尽的可能性已经对美国的信誉产生冲击，而现在黄金外流的形势可能会进一步加剧。股票交易的禁令突然出现漏洞。麦卡杜需要得到援助才能保全美国的信誉。

[1] 1914年6月30日，多出的2.52亿美元黄金是美国财政部持有的价值12.54亿美元的金币和金条与发行的10.26亿美元金元券之间的差额（请参见美国财政部《年度报告》，1914）。

[2] 以下列出了具体数据。1914年6月30日多出的2.52亿美元黄金加上1.5亿美元的黄金储备基金可用于偿付美国财政部的非黄金纸币债务。当天，财政部的直接纸币债务包括总计4.78亿美元的银元券和总计3.37亿美元的绿背券（即美钞）。银元券也是由银块背书，所以黄

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金储备只够补足银块价值与银元券面值之间的潜在差额。除了财政部的这些直接纸币债务，Friedman and Schwartz（1963，第21页）还解释道，尽管国民银行券是国民银行的债务，但它们也是“联邦政府的间接债务”。1914年6月30日，国民银行券总计7.15亿美元。政府债券是这些通货的担保，因此黄金储备还要用来弥补卖出这些政府债券来偿还纸币债务时收益不足的部分。一旦发生对财政部的挤兑，那么会影响到债券和白银的卖出价，从而降低其收益，并进一步消耗财政部的黄金储备。

[3] 杜鲁门总统于1947年签署的《总统继任法案》（Presidential Succession Act）将接替总统职位的顺位次序改成了现在这样，即副总统、众议院院长、参议院临时议长和国务卿。

[4] 纽交所主席亨利·诺布尔从华尔街的角度总结了这个观点：关闭纽交所的根本原因在于战争爆发时，美国背负着欧洲的债务，而且欧洲必定要强迫美国立即偿还债务……以最大限度地支持战争……山姆大叔的银行会遭到突然挤兑，而且他们会通过纽交所的出纳窗口提取现金，因此我们关闭了纽交所的窗口以争取时间。”（请参见Noble，1915，第65页）

[5] 请参见第二章了解套利如何使汇率在4.866 5美元的法定平价上下0.5%的范围内浮动。

[6] 1914年8月4日，华尔街日报》（第1版）报道称：今天外汇银行家的会议尚未召开，人们明白需要采取某些一致行动来继续开展当前必需的外汇交易。根据这个暂定安排，人们将在每英镑兑5美元的基础上开展交易谈判。”

[7] 汇票的形式多种多样（请参见Officer,1996,第61—63页）。即期汇票要求汇票运送至大西洋彼岸后，英国看到汇票就立即支付英镑。定期汇票是指过一段时间后在约定的时间进行支付。通过跨大西洋电缆发出的电报指令汇出的英镑的汇率被称作电汇汇率。银行接受汇票并于未来进行支付时，这叫作银行承兑。

[8] 《华尔街日报》（1914年8月6日第8版）观察道：据估算，大额短期利率未偿贷款中有75%涉及外汇经销商为了秋季的棉花和其他商品出口而于近期卖出的金融票据……欧洲战争突然爆发打乱了他们的算盘。”

[9] 《华尔街日报》（1914年8月5日第1版）报道了“王太子妃茜茜莉号”载着价值1 000万美元的黄金返回了纽约，并强调说：这些黄金是银行用外汇购买的，除非用其他船只将这些贵金属运走，否则它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们的外汇会极度匮乏。从目前来看，如何在当前的市场状况下购买这些外汇是一个让人绝望的问题。”

[10] 根据《国民银行法案》（1864年6月3日，第31条），储备不足的银行不能提供新的贷款或进行分红。如果它们不能在30天内使储备达到要求，那么货币监理署署长有权为该银行指定接管人。

[11] 英国的延期偿债声明如下：出于各种原因，除了即期汇票和即期支票外，在1914年8月4日之前已经接受的汇票支付申请……应当……被视为应付款项，在其原始到期日之后的一个自然月后进行支付。”（《经济学人》，1914年8月8日，第271页）

[12] 只有金元券、银元券和绿背券等法定货币可作为国民银行的储备。即使“新的货币法”推出的联邦储备券也不是合法的储备。

[13] 《货币委员会报告》（*Report of the Monetary Commission*，1900，第334页及以后各页）描述了国民银行券的赎回过程。个人或银行将银行券交到华盛顿的赎回机构。每家银行都有义务向赎回机构缴纳所发行银行券的5%作为赎回基金。用于银行券赎回的资金来源于这笔赎回基金，而且以法定货币的形式支付。要求赎回银行券的个人或银行可以去离自己最近的国库分库拿到法定货币。如果一家银行提供的5%的赎回基金用完了，必须用法定货币来补足这部分储备。

[14] 《货币委员会报告》（1900，第336页）写道：任何一家银行想要赎回的银行券不得超出5%的赎回基金。万一在清点银行券时发现从国库赎回的银行券超出该银行存入的5%的赎回基金……那么超出的部分由国库留存，也就是说，银行可赎回的银行券最多只能相当于银行缴纳的5%的赎回基金。一旦超出，赎回机构会通知银行继续存入赎回基金，以使赎回基金重新达到已发行通货的5%。”

[15] 《华尔街日报》（1914年8月6日第1版）写道：粮食是视情况而定的禁运品。如果一批小麦是运往朴次茅斯的，那么很显然是出于军用目的，它就是禁运品；但如果是运往利物浦，那么它有可能是禁运品，但一般会假定它用于商业交易。”

[16] 8月12日的价格波动在1%置信水平上具有统计显著性。在1914年8月8日至12月31日，英镑的美元收益率标准差为每天0.23%。

[17] 银行拖延在华盛顿的赎回基金赎回国民银行券，这种手段导致麦克斯·梅进行套现的金额受到限制（详情请参见前面的注释）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[18] 这个汇率无视了英国政府于8月13日发布的声明（参见Withers，1915，第64页），即英国政府将开始“对所有在8月4日之前批准认可的汇票进行贴现，而不追索其持有者”。《华尔街日报》（1914年8月14日第8版）引用一名“知名国际银行家”的话称：英国银行愿意对获批汇票贴现……会进一步缓解伦敦货币市场的超负荷状态，但不会实质性地改善当地的外汇形势。”

[19] 8月19日的价格变动达到0.81%，具有统计显著性。每日收益率的标准差为0.23%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章
新街对抗麦卡杜

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亨利·诺布尔一生都在纽交所，却从未想到会掌管交易所历史上最长的停业时期。他从1880年开始担任交易所职员，两年后从自己的外祖父、曾在19世纪50年代担任纽交所主席的亨利·斯特宾斯（Henry Stebbins）手里购买了一个会员席位。434 1898年，他成为纽交所董事会成员，在交易所的几乎所有委员会都任过职，然后于1914年5月11日当选交易所主席。不到3个月之后，诺布尔将动用自己的所有阅历来应对前所未有的困局。

第一次世界大战爆发时，外国人在纽交所拥有超过40亿美元的铁路股票和债券，其中30亿美元在英国人手中。435 纽交所发行的证券吸引了大西洋彼岸的投资者，部分原因是这些证券经过了交易所的批准。这些证券是流动性资产，能快速变现。灵活的销路让英国和法国投资者可以把股票和债券快速变成美元，并在美国的银行兑换成黄金。这一威胁的严重程度引起了财政部长麦卡杜的注意，一旦战争爆发，英国人只需要卖掉其持有资产的5%，就会使纽约各银行的黄金储备减半。[1]

麦卡杜催促纽交所在1914年7月31日关闭，以防止欧洲人换取美国的黄金。他拒绝采取更为直接的暂停金本位的做法，担心那会过分损害美国的信誉。于是他冻结了英国人和法国人的投资，欧洲人依然可以拥有美国的资产，却不能卖掉。

麦卡杜用纽交所这一粗暴手段拦阻黄金外流，无论是美国人还是欧洲人都无法再利用流动性市场。但并非所有人都肯善罢甘休，美国人要求继续买入或卖掉自己喜欢或不喜欢的证券。麦卡杜没有人手和专家来对付他们，于是把任务交给纽交所和诺布尔，这就好比让著名的银行大盗威利·萨顿（Wellie Sutton）去负责联邦黄金储备基地诺克斯堡的安保工作。于是交易禁令很自然地在巨大的压力面前变形，麦卡杜的防线面临危机。

对华尔街的监控

诺布尔在7月31日上午主持了纽交所的董事会会议。差一刻钟到10点时，他接到小摩根打来的电话，对方转述了财政部长麦卡杜要求关

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

闭交易所的消息。436董事会以多数票通过了“关闭交易所，等待下一步指示”的提议。437

会议之后，诺布尔立刻成立了“五人委员会”，以监督闭市期间的交易所事务。438他任命交易所会员欧内斯特·格罗斯贝克（Ernest Groesbeck）、唐纳德·格迪斯（Donald G.Geddes）、庞罗伊（H.K.Pomroy）以及塞缪尔·斯特雷特（Samuel F.Streit）与自己一起组成该委员会。对该委员会的正式批准由8月3日的董事会投票通过。五人委员会马上开始运转，与银行代表会面，确认由交易所会员开具的支票，结算闭市之前完成的交易，还要应对交易所上市证券在其他交易所进行交易的问题。

如何绕过交易禁令的计划在8月份的第一周就出现了。《纽约时报》8月3日周一刊登了一条广告，宣布：应急股票市场：在纽交所和其他市场重启之前，我们准备按照如下条件购买和出售所有类型的证券——买入必须由现金支付，卖出必须有合规转让的证券支持。”439该广告的署名是纽约路边市场”（New York Curb）。

纽约路边市场位于邻近纽交所的百老汇大街的户外，那里通常是交易没有在纽交所挂牌的“非成熟证券”（unseasoned securities）。各种报纸会以“场外证券”的标题刊登路边市场的股票交易，包括联合烟草商店（United Cigar Stores）、奥的斯电梯（Otis Elevator）以及多家标准石油公司（Standard Oil Companies）的股票等。路边市场在1921年迁到室内，成为美国证券交易所（American Stock Exchange）。440

纽交所与路边市场就像比邻的封建领地一般，维持着不轻松的休战局面。在某个证券加入“大板”（Big Board，纽交所的别称）之后，势力较弱的路边市场就不再参与其交易，以显示对纽交所的尊敬。然而当纽交所在7月31日闭市后，至少有部分路边市场的会员感到偷猎是不妨一试的。在正常情况下被双方的非正式约定禁止的挂牌证券的交易利润和手续费，已成为路边市场交易商跃跃欲试的肥美目标。

打算入侵的路边市场的会员们肯定很快受到了约束，因为对抗行动在8月4日瓦解。《华尔街日报》上刊登了一份宣布撤回声明的通报：路边市场不会有交易：在各报纸上刊登的广告可能误导公众对纽约路边市场的证券交易态度的看法，就此完全撤销。”441其署名为麦考米克（E.R.McCormick）——纽约路边市场协会主席。

《华尔街日报》还以头版标题报道称：呼吁华尔街的爱国主义。”442报纸催促说：华尔街的每家银行和经纪公司……都应该与纽交所合作，真正停止股票市场的运转……在纽交所的常规交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所（regular board）或统一交易所（Consolidated board）拥有会员资格的任何银行，如果在最富智慧的金融界人士决定闭市后仍试图做市……都应该立刻被开除，使之名誉扫地。” [443]

华尔街对爱国主义纪律的呼吁突破了下曼哈顿区的狭窄街道。当时几乎每个主要城市都有自己的证券交易所，负责买卖当地的公司以及纽交所挂牌公司的证券。《纽约时报》在8月1日报道说，所有的地方交易所都投票赞成与纽交所一起闭市，其中包括波士顿、费城、匹兹堡、巴尔的摩、底特律、印第安纳波利斯、圣路易斯、芝加哥、辛辛那提、哥伦布、华盛顿和旧金山等。

按照诺布尔的说法，五人委员会接到海量的修改闭市的要求。 [444] 巴尔的摩证券交易所在8月5日向委员会报告，纽交所的一名会员“犯下直接前往信托公司并举牌出售债券的罪行”。委员会回应称，希望了解该会员的身份，以便做出恰当的处理。然而到8月7日，巴尔的摩证券交易所却紧急要求恢复交易所的运转。

到8月11日，诺布尔谈起纽交所附近令人不安的情况：缺乏规范的场外市场的增长，不能不开始引起委员会的关注……人们看到不时有一群神秘人士在交易所背后的新街上游荡。五人委员会的一位成员……这样评论他在一天下午晚些时候的观察，‘场外市场看起来包括四个男孩和一条狗’。” [445]

诺布尔把新街描述成北部非洲古老城区的一条烟尘小巷，人们在弥漫着大麻的空气中从事着可疑的交易。但事实上，新街恰恰是华尔街的第一个交叉口，甚至比百老汇大街还近。纽交所的石头墙面直接给新街上的交易者提供了舒适的背景。

媒体报道说，新街挑战了当地的交通管理：交易时间里，两名高大警察在路边市场的核心区执勤，那里是纽交所大楼尽头的沥青路面，警察的任务是防止出现可能阻塞交通的人群。这是因为中央区办公室的警探发动了袭击，以打击自官方市场关闭以来，在交易所大楼后方开展的现金股票交易。” [446]

尽管有地方警察的骚扰，诺布尔依然得承认，偷偷摸摸的小群体发展成了很大规模的人群，在上午十点聚集，持续到下午三点钟”。 [447] 事实上，诺布尔对新街的态度有些矛盾。他认识到“非正规交易只要限制在小范围内，不在媒体上做广告，就能起到安全阀的作用”。但接下来又总结称，纽交所当局必须竭尽所能控制这个市场的发展”。

神秘人士组成的这些挑战纽交所权威并与地方警察纠缠的偷偷摸摸的小群体是什么来历？没人有确切答案，因为诺布尔隐瞒了他们的姓名，仿佛他们是高度的交易机密。任何交易所的股票经纪人都希望

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

偷偷做成快速交易，因为只有交易才能给他们带来收入。可是损失最大的还是纽交所的会员。交易所的书记员乔治·伊利（George W.Ely）以公开声明告诫会员公司：会员应注意交易所章程第四节第20条的规定，禁止在任何其他交易所直接或间接交易在纽交所挂牌的证券。任何违反该规定的行动都会被视为损害了纽交所的权利或利益。” [448]

同新街上聚集的人群打交道，路边市场的会员损失最小而收益最大，他们自然会投身其中。《纽约时报》在发布1914年的金融发展年度评论时，录入了一张反映新街的“最高价和最低价”的表格，是根据“参与了新街交易的场外证券交易商乔治·克拉普（George S.Crep）给《纽约时报》直接提供的报价表”编写的。 [449]路边市场的会员就是在从事参与了这些“场外证券”的交易。

五人委员会采取了若干措施来制约新街市场的发展 [450]，包括关闭纽交所向全美的投资者发布价格信息的自动收报机。为进一步把新兴市场隔绝在公众视野之外，委员会还说服媒体不要关注新街的交易。《华尔街日报》援引诺布尔的请求说，我必须建议纽约的各报纸与纽交所的官员合作，以阻止这些非经授权的交易活动”。 [451]

包括《纽约时报》华尔街日报》商业与金融纪事报》在内的主要报纸都禁止刊登新街的报价消息，把它们当成机密战报处理。波士顿的一篇报告证实了这种抵制行动的广泛成果：跟房地产行业类似，场外经纪人散发传单来提供现金支付的股票交易。他们抱怨说报纸同纽交所合作，拒绝刊登广告，财经新闻社也同纽交所合作，压制报价信息的传播。” [452]

《纽约时报》为自己的行动辩护说，尽管街头市场开展的交易的报价获得了更大关注，已上市证券的交易依然没有达到充分的规模，足以使场外交易的价格成为买卖的基础”。 [453]这一自我辩解对新街并不公允，也没能解释为什么新兴市场会很快促使纽交所修订自己的交易禁令。 [2]

诺布尔看到了新街对纽交所的威胁：过去每次出现交易所的设施不完善，或者被关闭的情况，都会有无管制的市场在公开场合兴起，并继续无管制地发展。在南北战争期间……一个持续性的交易市场发展起来，整个白天欣欣向荣，部分是在街上，部分是在被称为煤仓口的地下室里，晚上则转移到‘第五大街宾馆’的大厅里。这个市场完成的交易比交易所还多，战后几年内，它的许多会员也被纽交所接纳。” [454]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纽交所捍卫自己的领地

五人委员会发起了一次正面袭击，以反击新街的挑战。1914年8月12日，委员会授权纽交所的清算所按照“不低于1914年7月30日周四的收盘价”开展交易。委员会发布了如下指引规则：希望用现金购入证券的交易所会员可以给清算所委员会提交清单，包含所购证券的数量以及愿意支付的价格。仅为解决自身或客户的必需而希望出售证券的交易所会员，可以提交清单，包含希望出售的证券的数量。低于1914年7月30日收盘价的任何报价均不予考虑。” [455] 委员会没有详细说明何种条件属于“仅为解决……的必需”。

纽交所的清算所通常是负责结算在纽交所交易大厅完成的交易，它雇用了数百位职员来处理每笔交易后面的文书工作。作为华尔街的后台部门，清算所从交易大厅的出售方那里接收股票凭证，在收到购买方的付款后，再把凭证转交给对方。1914年7月31日停止交易后，清算所变得无所事事。

按照诺布尔的说法，8月12日在清算所启动的交易系统要求“有大量的职员来填制表格，汇集收到的订单，并把愿意以接近数量和接近价格进行交易的买方和卖方撮合起来……为完成一笔交易，清算所需要告知双方，让他们自己完成交割和付款，并要求他们在完成交易后通知清算所”。有些讽刺的是，与清算所联系的地址是新街第55号。

清算所的交易设施从一开始就保持低调。8月13日的《华尔街日报》报道：纽交所当局拒绝透露按照昨天实施的规则产生的买盘和卖盘的数量，所涉及的股票名称和价格。人们只知道有若干经纪公司已经在利用这一规则开展交易。” [456]

清算所推出的幕后交易是否抑制了新街市场呢？

诺布尔承认两个交易场所之间出现了拉锯战：清算所很快出现了大量交易，许多带着现金的人……作为买方出现，解脱了那些因为战争而受到困扰的人。稍后，当战争的进程显得更令人失望时，‘清算所市场’下跌到我们人为设定的下限7月30日的收盘价，卖盘大大超出买盘，新街市场则相应增长。在价格受压的最黑暗的几天里……清算所的交易基本上停止了。当新街的价格重新上升到交易所的水平后，这一‘非法’市场上较小规模的交易又转化成纽交所监督下的较大规模的交易。” [457]

按照诺布尔的说法，清算所带来了大量的交易活动。他还提到，当市面的股票价格显著低于清算所允许的7月30日收盘价时，几乎所有交易都转移到新街市场。一切黑市都是这样运转的——交易活动随着自由市场价格与“官方核准价格”的差异而发生转移。新街市场其实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就是黑市。但诺布尔如果没有深入观察新街市场，又如何知道那么多细节呢？他只是根据基本原理进行简单的推测，还是密切跟踪了新街市场的报价却不愿意承认呢？

公众不了解股票价格行情，因为诺布尔亲自说服了主要报纸：拒绝刊登新街市场的价格是它们的爱国主义责任。然而确实需要信息的人，包括那些负责监督闭市的人，是可以找到这些价格信息的。五人委员会的记录里就有包含新街市场价格行情的新闻简报。 458 这些简报来自《纽约晨递报》（*Morning Telegraph*），一份通常流行于剧场和赛马场的报纸。 459 纽交所显然无法控制《纽约晨递报》，它并不依赖华尔街提供日常新闻内容。

《纽约晨递报》一般会刊登60~110种证券在新街的价格行情，而闭市前，纽约时报》通常会刊登100~150种。 460 反映新街价格行情的证券数量主要取决于其信息来源。在引用“海狸街16号，比克曼·昂德希尔的报价”（Quotes by Beekman Underhill，16 Beaver Street）时，通常涉及100多种证券。而引用“百老汇大街44号，爱德华·布里恩的报价”（Edward F.Breen，44 Broad Street），则有大约60种证券。 [3]

股票价格令麦卡杜宽心

财政部长麦卡杜在1914年7月31日关闭纽交所，以阻止欧洲人染指美国的黄金。但他并未打算把新街从一条大马路变成露天的股票市场。麦卡杜指望纽交所主席诺布尔利用其专业技能来执行闭市禁令，却没想到诺布尔会指定纽交所的清算所来开展交易，以维护纽交所的专营权。新街和清算所给美国与海外的投资人提供了全天候的交易设施，破坏了麦卡杜的计划。为什么他没有对此采取强硬措施呢？

麦卡杜对违反交易禁令采取了善意忽视的策略，因为临时性的市场转移了重开交易所的压力。诺布尔观察到，新街提供了“安全阀”的作用。新街和清算所使投资人不必公开反抗。此外，新街的价格行情没有证实股票市场会走向崩溃的预期，麦卡杜对此也不想否认。各国政府对于能够顺应自己需要的黑市往往都会采取容忍态度。例如在20世纪50年代，英国就容许了港元黑市的存在，以调整当地的固定汇率制的影响。有人认为，这一并行市场“对维护香港的稳定及抵抗北方势力的影响起到了积极作用”。 461

1914年7月30日周四，纽约股票价格平均下跌了6%。 462 对于第二天价格会继续暴跌的担心，是决定闭市的原因之一。但数据表明，7月31日上午的买家数量其实超过了卖家，华尔街日报》报道称，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大多数经纪人都获得了大量的买盘报价，打算逢低吸纳的投机商对交易所闭市的决定深感失望”。[463]那么卖方只是在等待更合适的时机杀跌吗？

股票价格已不能对宣战的事件做出反应，因为全球所有重要股市都在7月31日关闭。[464]直到8月1日周六德国对俄国宣战前，外交官依然致力于在世界列强之间维持和平。[465]而接下来的8月3日和5日，法国和英国先后加入战争。新街的价格行情则是直到三周后的8月25日，才首次出现在《纽约晨递报》上。到那个时候，美国已经采取了防止爆发金融恐慌的措施。那么新街市场如何评判这一系列事件的综合影响呢？

图6.1显示了从1914年8月25日到10月底（停止公布价格行情的时候）新街市场上20只铁路股票和12只工业股票组成的指数的变化。[4]与7月30日相比，8月25日报价行情开始时股票价格没有什么变化。美国的中立立场加上麦卡杜成功采取的应急措施抵消了对世界大战的初期忧虑。这一情形类似于1913年6月股票市场对《奥尔德里奇-弗里兰法案》的救助前景所做出的积极反应。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

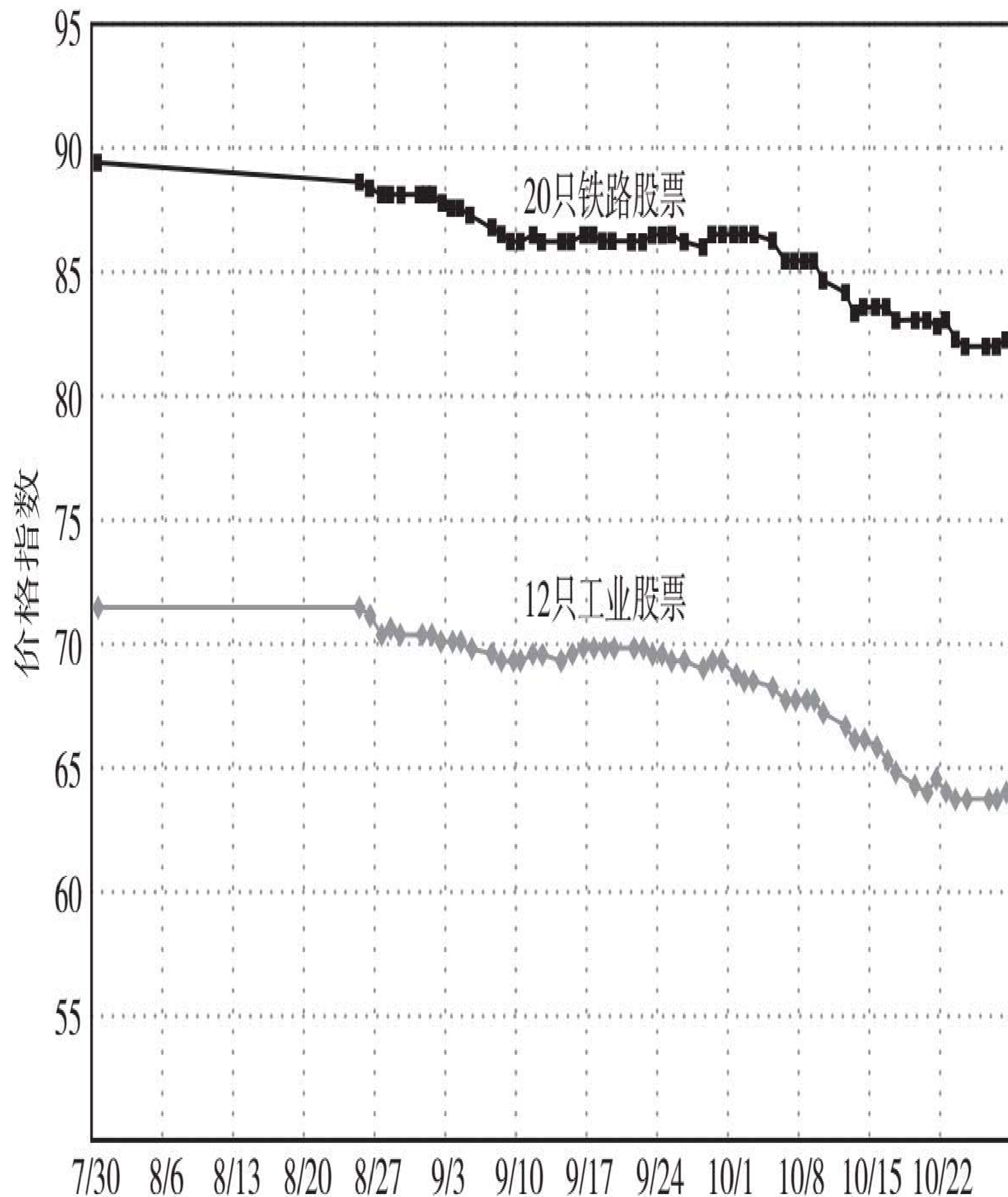


图6.1 新街市场的股票价格与1914年7月30日纽交所行情的比较

资料来源：New York Stock Exchange Archives and the Morning Telegraph。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票市场并未如预期那样对战争做出反应。发生意外时，价格通常会下跌。例如在1941年12月8日周一，珍珠港事件爆发第二天，纽交所的股票价格下跌了3.5%；在1950年6月25日，朝鲜军队向南方发动进攻，纽约股价也下跌了4.65%。 466 但是在1939年9月3日，当英国对德国宣战时，东京股票交易所的行情却反弹了，或许是因为预期军事支出将增加。 467

新街市场并未完全忽略战争的消息。到10月底，价格已比7月30日的收盘价下跌了9%以上。在对1914年的回顾中，纽约时报》把安特卫普的陷落视为新街股价在10月份下跌的原因。 468 德国人占领安特卫普的消息已经在10月10日的媒体上流传，并被次日的报道证实：英国将被入侵：安特卫普陷落以后的情景。” 469 新街的铁路和工业股票在10月9日周五到10月12日周一都大幅下挫。 [5]

到10月底，纽约晨递报》向新增的压力屈服，停止报道新街的股价，或许并非出于巧合。股价转向熊市，让新街的欢迎气氛荡然无存。

闭市策略是否奏效了？

新街市场在1914年8月让麦卡杜感到欣慰，因为没有出现股市崩盘。麦卡杜于是容忍了该市场的发展，也容忍了纽交所通过清算所来捍卫自身的利益。那么新街和清算所是否给欧洲人获取美国的黄金打开了一道小门呢？

欧洲的投资者可能更愿意在纽交所许可下的清算所出售证券，但也不能忽视新街。在市面价格跌到清算所允许的7月30日的最低价以后，潜在的股票买家向新街转移。当时著名的耶鲁大学经济学家欧文·费雪（Irving Fisher）如此评价两个市场上增大的压力：纽交所的关闭……不能完全或永久地阻止买卖双方那么多人迫切想要完成的交易。路边市场与交易所自己开办的现金交易都在从事这些买卖。或迟或早，不管交易所是否开放，交易量都会大量增加。” 470

从新街与清算所完成的交易量之和与纽交所在7月30日之前的交易量比较中，大致可以判断麦卡杜的交易禁令的成效。《纽约时报》的1914年金融回顾估计，新街在10月份最繁忙的日子里最大的成交量约为4万股。 471 该报纸还报道说，清算所“在最繁忙的日子完成的交易量达到3万股”。 472 而我们从诺布尔对两个市场竞争的描述中知道，新街的交易量与清算所的交易量应该是涨跌互现的。因此它们的交易量之和即使在最繁忙的工作日也应该从未超过4万股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但在1914年7月，纽交所平均每天的交易量约为25万股。[473]在当月的最后一周，随着战争气氛的刺激，日成交量更是飙升至89.4万股。如果纽交所在7月31日之后照常营业，每天会有多少股份完成交易呢？世界上其他交易所被关闭，可能使纽交所的成交量膨胀。最低的估值至少是7月的平均数25万股。因此麦卡杜关闭纽交所，等于把成交量从最低值25万股削减到了最高值4万股。7月31日之后的交易量至少降到了原来的1/6以下。

如果纽交所继续开市，有多少黄金会外流？对于股票交易与黄金外流的直接关系尚无正式的测算，但有个参考计算显示了可能出现的量级。美国的铁路证券是公开上市的证券中最大的一类，1914年有20%的铁路证券被外国投资者持有。[474]以该比例测算，纽交所每天25万股的交易量中至少有5万股可能是外国投资者参与的交易。如果7月31日以后外国人参与的全部交易都是欧洲人在出售美国的证券，那么其收益将达到每天310万美元，或者每月7 440万美元。[6]这些美元将被送到纽约的各家银行，礼貌但坚决地要求兑换成铸币。

但实际上新街和清算所给欧洲人提供了多少黄金呢？这些临时性市场的交易至多只有纽交所成交量的1/6。如果外国投资者出售的份额依然占总成交量的20%，那么他们在新街和清算所的实际收益约为每天516 666美元，或者每月1 240万美元。因此，麦卡杜关闭纽交所的政策避免了每月6 200万美元的黄金流失（7 440万美元减去1 240万美元）。在8月到10月，减少的黄金外流数额可能达到1.86亿美元，而纽约市的各家银行在1914年8月的黄金储备仅约为3.08亿美元。[475]

每月减少6 200万美元的黄金流失证明麦卡杜关闭交易所的决策是明智的，实际的总额可能还更大。如果纽交所继续开市，外国投资者的出售额可以轻松突破每月7 400万美元，而欧洲人在新街和交易所实际出售的数额则可能少于1 200万美元。外国人的出售额可以突破7 400万美元，是因为其份额可能超出总成交量的20%。《纽约时报》在8月2日报道：外国的证券交易所估计，上周有价值1亿~1.5亿美元的美国股票和债券被欧洲投资者抛售到市场上。”[476]采用欧洲人出售1亿美元的估值，就相当于7月最后一周的总成交量的45%。[477]而欧洲人在新街的实际出售额或许不足1 200万美元，则是因为外国人在总成交量中的实际占比不足20%，正常情况下负责外国人经纪业务的纽交所会员被阻止参与新街市场。

战争爆发后，黄金出口并未消失。以历史水平来看，8月和9月的1 500万美元和1 900万美元的外流数额不算小。[478]10月的外流量更是达到4 440万美元，是1900年以来最为严重的一个月。麦卡杜很清楚，如果没有在1914年7月31日关闭纽交所，黄金外流数量会更大。不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过，关闭纽交所并没有解决美国的债务人该如何向英国和法国的投资者支付黄金还款的问题。

[1] Noyes（1916，第94页）估计，1914年8月纽约各银行的黄金储备数额约为3.08亿美元，而30亿美元证券资产的5%是1.5亿美元。按照斯特朗等人的备忘录的说法，黄金外流的负担将主要落在纽约的各银行身上（Benjamin Strong，Albert Wiggin，and James Brown，November 2，1914，Board of Governors，Central Subject File，1913-1954，box 1470，National Archives II，College Park，Maryland）。

[2] 事实上，新街给投资者提供了有经济意义的流动性服务（参见Silber，2005）。

[3] 爱德华·布里恩与比克曼·昂德希尔都不隶属于纽交所。布里恩后来在1922年申请纽交所的会员资格，但他与录取委员会的会议在1922年6月8日被取消。取消的原因没有任何解释，但鉴于纽交所的“俱乐部”性质，布里恩为新街提供价格行情的行为导致其被纽交所拒绝，并不令人意外。

[4] 该指数的价格变动都是相对于7月30日的收盘价。指数的构建是根据在新街交易的股票回报的均等加权平均数。新街的交易价格来自纽交所档案以及《纽约晨递报》。新街的报价中包含12只工业股票中的9只和20只铁路股票中的19只。

[5] 铁路指数的两日回报率是-1.52%。8月25日到10月28日，新街的回报率的日标准差约为0.355%，意味着两日回报率的标准差约为0.502%，两日回报率的t统计量则应等于3.03。工业指数的两日回报率为-1.33%，日标准差为0.402%，两日标准差为0.5685%，两日回报率的t统计量为2.34。

[6] 股票价值的换算是利用新街报价的70种证券的平均价格62美元。日成交额换算成月成交额，则是假设每月有24个交易日（纽约股票交易所当时只在周日休市）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章
救助

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小摩根在巨人的阴影里劳作。1907年的金融恐慌把他的父亲老摩根从传统的金融家塑造成公众眼里的英雄。1913年4月1日给老摩根的讣告说，他的权势巅峰出现在1907年的金融恐慌中，当时他已经70多岁，在某种程度上已不再参与各种事务。但在他被普遍推举为聚集起来从灾难中挽救国家的各派势力的领袖，诸如洛克菲勒和哈里曼（E.H.Harriman）以及各家银行和信托公司的总裁等人都带来资源听候他的调遣”。 479 尽管没能阻止1907年恐慌蔓延为经济衰退，老摩根依旧成为传奇。

小摩根依照惯例在父亲去世后把“小”字从自己名字中去掉，继承了父亲的“老”字和美国最负盛名的银行的合伙人领袖的头衔。他还遗传了父亲高大的个子。他们的人生也很相似，这可以解释公众为何往往把这对父子混淆成一位极其长寿的金融家，仿佛从19世纪60年代到20世纪40年代是由同一位摩根先生在统治美国的金融王国。

这一混淆让小摩根没有得到他为协助防止第一次世界大战引发的危机而应得的荣誉。不那么强势的个性或许可以说明他的声誉远逊于其父亲的原因。在被问及成功的秘诀时，他说：做好工作，保持诚实，说话算数，力所能及地提供帮助，公平待人。” 480 1914年8月，在他接任摩根银行领导人职务不足18个月时，小摩根发现美国正处在7年中的第二次金融恐慌的边缘。与父亲不同的是，他这次成功地帮助美国避免了金融崩溃。

脆弱的纽约

第一次世界大战爆发之际，纽约位居大量忧心忡忡的债务人的前列。《华尔街日报》报道说，城市的运营费用约为每年1.9亿美元，超过宾州铁路的总营业收入”。 481 为这些费用筹资让纽约的居民承受了巨大的负担。《纽约时报》估计，一个年收入为1 050~1 150美元的五口之家可以在曼哈顿区过上舒适生活。 482 而纽约市对每个家庭平均每年收取129美元的税收，超过家庭平均收入的10%。 483 相比之下，联邦政府的征税仅占家庭收入的3%，州政府的税收甚至更少。 484

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纽约市的沉重税收依然不足以维持美国最大都市的运转，其债务余额超过了11亿美元，期限从1个月到50年以上不等。 485 纽约市采取的做法是，发售短期票据来支付日常支出，寄希望用到期税单来偿付债务。纽约市在1914年前的几年中，通过一年两次征税——分别在5月和11月，而非以往的每年一次征税——减少了对“预期税收票据”的依赖。半年一度征税使纽约市民节约了每年300万美元以上的利息支出。 486

依靠未来的收入来借款本身不是坏事。信誉良好的城市在今天依然采用“预期税收票据”，与纽约市在1914年发行的票据是同一类型。如果纽约市在1914年的上半年是在华尔街上（而非伦敦或巴黎）卖掉短期票据，那么当第一次世界大战爆发时，它或许根本就不需要用黄金去偿债。美国的投资人如果希望用债券换取现金，应该会接受本国的银行券。然而在1914年春，纽约市审计长威廉·普伦德加斯特把城市债券运到了大西洋彼岸去发售。难道纽约本地就没有买家吗？

促使纽约市到海外发行债务的动机是，在全球寻找最低的利率。按照摩根银行的合伙人托马斯·拉蒙特（Thomas Lamont）的说法，纽约市长期以来的习惯是以预期税收为基础发行短期票据……这些票据通常是在纽约的货币市场上发行……可是由于海外的利率普遍更为优惠，纽约市在1914年以英镑和法郎为面值发行票据，并在伦敦和巴黎折价出售，因此负有用英镑和法郎偿付这些票据的义务”。 487 减少利息支出一直是纽约市的优先选项之一。 [1]

纽约市像推销可口可乐一样在欧洲宣传自己的信誉。1914年5月1日，该市参加了法国里昂举行的“国际城市展”。市财政局说，已经制订了突出纽约市信誉的计划，展出的各种项目都与它们对财务状况的支持有关”。 488 纽约市一些最重要的工程装饰着展览大厅，包括“卡茨基尔水槽和集水区、新建的地铁线路……科尼岛的风景、大都会艺术博物馆……还有不可忽略的要点：纽约市的收益债券的影印生产”。 489

在正常情况下，这些推销措施可以帮助纽约市以合适的利率对到期债务实现滚动发行。可是1914年8月发生了意外。英国和法国投资者喜欢那些展览图片，但他们更想拿到黄金。没有任何广告宣传能改变他们的主意。

财政部长麦卡杜已经观察到美元在8月19日遭到了一次打击，也就是普伦德加斯特审计长宣布纽约市对英国和法国的投资者负有8 200万美元以英镑和法郎计价的短期债务那天。没人知道还有多少其他城市和公司出于同样的考虑——降低借款成本——在欧洲市场上融资。麦

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卡杜需要掌握数据并制订详细计划，他让美联储理事会来处理这个难题。

麦卡杜征召美联储理事会

这届美联储理事会成员是在1914年8月10日就职的，随后便一直像新提拔的将军那样等待受命指挥的队伍。理事会的权力来自对各家联邦储备银行的行为拥有的监督权。这些地区银行（而非理事会自身）可以发行联邦储备票据，给商业票据贴现，以及对支票进行结算。在1914年11月前，这个体系中的许多强势人物之间的巨大分歧将拖延个别联邦储备银行的开业。与此同时，理事会的成员与麦卡杜就管理琐事也存在若干争吵。

按照《联邦储备法案》，财政部长担任美联储理事会主席，货币监理署署长担任理事。该法案还授权财政部长安排理事会的办公事务。[490]麦卡杜在财政部给理事会的其他五名理事腾出了房间，这些新办公室位于财政部大楼的第二层，一边是麦卡杜自己的办公室，另一边则挨着货币监理署署长约翰·威廉姆斯。

担任美联储理事的查尔斯·哈姆林由威尔逊总统任命。当时这个职位是理事会的首席运营官，并负责在麦卡杜缺席时主持会议。哈姆林曾在麦卡杜手下担任助理财政部长，回到财政部大楼让他如鱼得水。不过理事会的其他成员——保罗·沃伯格、阿道夫·米勒、弗雷德里克·德拉诺以及哈丁则讨厌作为房客的身份。他们担心麦卡杜想把美联储理事会变成像印钞局那样的财政部下属机构。[491]

理事会的其他成员对办公室安排不满，部分原因在于这象征着他们在华盛顿的地位。1916年接替哈姆林出任理事职务的哈丁曾说道：“过去有很多讨论，理事会成员的任命要反映理事会的地位和尊严，理事会经常被喻为金融领域的最高法院。这当然有些用词不当……但有人确实认为，理事会的地位和尊严仅次于最高法院和政府内阁。”[492]然而由于没有自己的办公室，美联储理事会的成员就难以得到较高的礼遇。

美联储理事会要摆脱财政部的控制，还需要20年的时间。国会在1935年的《银行法案》中取消了财政部长和货币监理署署长在理事会的职位。[493]到1935年后，总统从7名任命理事中指定一名主席。“理事”的头衔在此后也将对理事会的所有成员适用。在重组期间，理事会还对自己的办公建筑进行了设计招标。1937年完工的位于宪法大街上的大理石大厦堪与最高法院的大楼媲美，并非出于偶然。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1914年8月，麦卡杜利用了美联储理事会在货币和金融方面的专业才能。保罗·沃伯格曾是库恩雷波银行的合伙人，阿道夫·米勒曾任加州大学经济学教授，哈丁曾是亚拉巴马州伯明翰的商业银行家。麦卡杜要求理事会邀请全国的主要银行家在1914年9月4日周五来财政部开会，讨论美国的海外债务问题。[494]

黄金池

麦卡杜和美联储理事会担心，纽约市的8 200万美元债务将导致年底前在欧洲出现大量偿付要求。为弄清楚问题的严重程度，美联储理事会给全国的银行清算所的代表发出了邀请。有大量潜在外国债务的城市——包括纽约、芝加哥、波士顿、费城、圣路易斯和旧金山等——的清算所得到了派遣两名代表的邀请。而辛辛那提、丹佛、奥马哈、匹兹堡和波特兰等其他城市的清算所则受邀分别派遣一名代表出席。

美联储理事会希望弄清楚需要多少黄金，以便动用在美国核心地带封存的这种贵金属。沃伯格在8月底给麦卡杜写了一份备忘录，说明合并美联储与财政部的黄金储备，并“将其运出各国民银行、州银行和信托公司的金库”的重要性。[495]然而，在9月4日的代表会议上，地区分歧破坏了沃伯格的目标，因为沃伯格的计划激起了国内其他地方的银行对纽约同行的敌意。[2]

纽约市清算所委员会主席兼大通国民银行总裁阿尔伯特·威金（Albert Wiggin），以及担任银行家信托公司总裁的小本杰明·斯特朗被委任为纽约清算机构的代表。9月2日，他们给纽约各金融机构致信，索要各家银行的如下详细信息：对加拿大、英国、德国、法国和其他国家所欠的贷款余额，尚未动用但能使用的商业信贷数额，在本地对欧洲客户的账户发放的贷款数额，有义务偿付的外汇数额”。[496]威金和斯特朗还提道，在海外发行公司债务的银行清算所，需要列明这些债务是证券、红利还是息票，以及是否在9月、10月、11月或之后到期”。[497]

威金和斯特朗索要的信息侵犯了银行的机密。媒体披露了银行的不满情绪：提交金融机构外汇状况信息的要求，遇到了某些很明确的反对……反对的出发点是人们感到提供这些信息会对自己不利。例如，这会泄露哪些人拥有可以提取的外汇供给，然后通过施压，让他们把资金转移给需要用外汇偿付战前和开战初期积累债务的人。”[498]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银行家以正当的偏执狂来捍卫自己的投资机密。大多数银行家都知道竞争对手不会放过任何碎片信息，就像在筹划军事打击时一样。那么这些人会在9月初为了公共利益而克制自己的担心吗？按《纽约时报》的说法，大家的反应各不相同：威金和斯特朗先生把大多数（重点是大多数而非全部）从事国际银行业务清算的清算所提供的数据带到了华盛顿，包括对欧洲人的欠款数量以及可以用于偿付的信贷数量。” 499

威金和斯特朗带到华盛顿的数据或许不算完整，但已足以证实大家的担忧。美联储理事会把所有清算所代表的报告进行了汇编，发现美国在当年年底前到期因而需要向欧洲人偿付的债务总额高达5亿美元。 500 这些债务将耗光纽约各银行的全部黄金储备，还有2亿美元的缺口。

美国需要应对计划，威金和斯特朗已经做了准备。9月4日《纽约时报》的报道标题为“建议为外债准备黄金池：清算所委员会将在今天向美联储理事会提出这一建议”。 501 《纽约时报》解释称，金融界知道，威金和小斯特朗将提议建立一个黄金池，至少能提供2亿美元的黄金以供运往国外”。 502 一家大型城市银行的总裁说：由美国各个金融中心和财政部共同组建一个黄金池……来清偿国家的债务，看来是可行的……这有助于稳定我们的证券和信贷……把这个数量的黄金分摊到全国，各家银行所需承担的份额就不会过于沉重。” 503

9月4日的会议组建了一个委员会，由芝加哥第一国民银行总裁詹姆斯·福根（James B.Forgan）担任主席，负责黄金池计划的实施。除福根之外，该委员会还有四位银行家：纽约的小斯特朗、费城的鲁（L.L.Rue）、新奥尔良的索尔·韦克斯勒（Sol Wexler）和波士顿的托马斯·比尔（Thomas P.Beal）。他们计划筹集1.5亿美元的黄金，而非媒体上报道的2亿美元，并建议“美联储理事会采取措施明确各城市的银行所需贡献的黄金数量，以及利用其影响力让各家银行交出相应的份额”。 504

外汇市场立刻对此计划表示支持。图7.1显示的是1914年9月英镑兑美元的价格，英镑在8月19日纽约市公布其债务规模后一路走高，到9月初的汇率已高达5.065美元。但自9月1日，在美联储理事会采取措施后，走势急剧变化。到9月4日财政部在华盛顿召集各清算所开会时，英镑汇率已经跌至5.01美元，比前一天的5.047 5美元显著下跌了约3/4个百分点。 [3] 就像《华尔街日报》的报道所述：“外汇市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场的气氛轻松了许多，这在很大程度上要归功于正在华盛顿召开的纽约银行家同美联储理事会关于外汇形势的会议。” 505

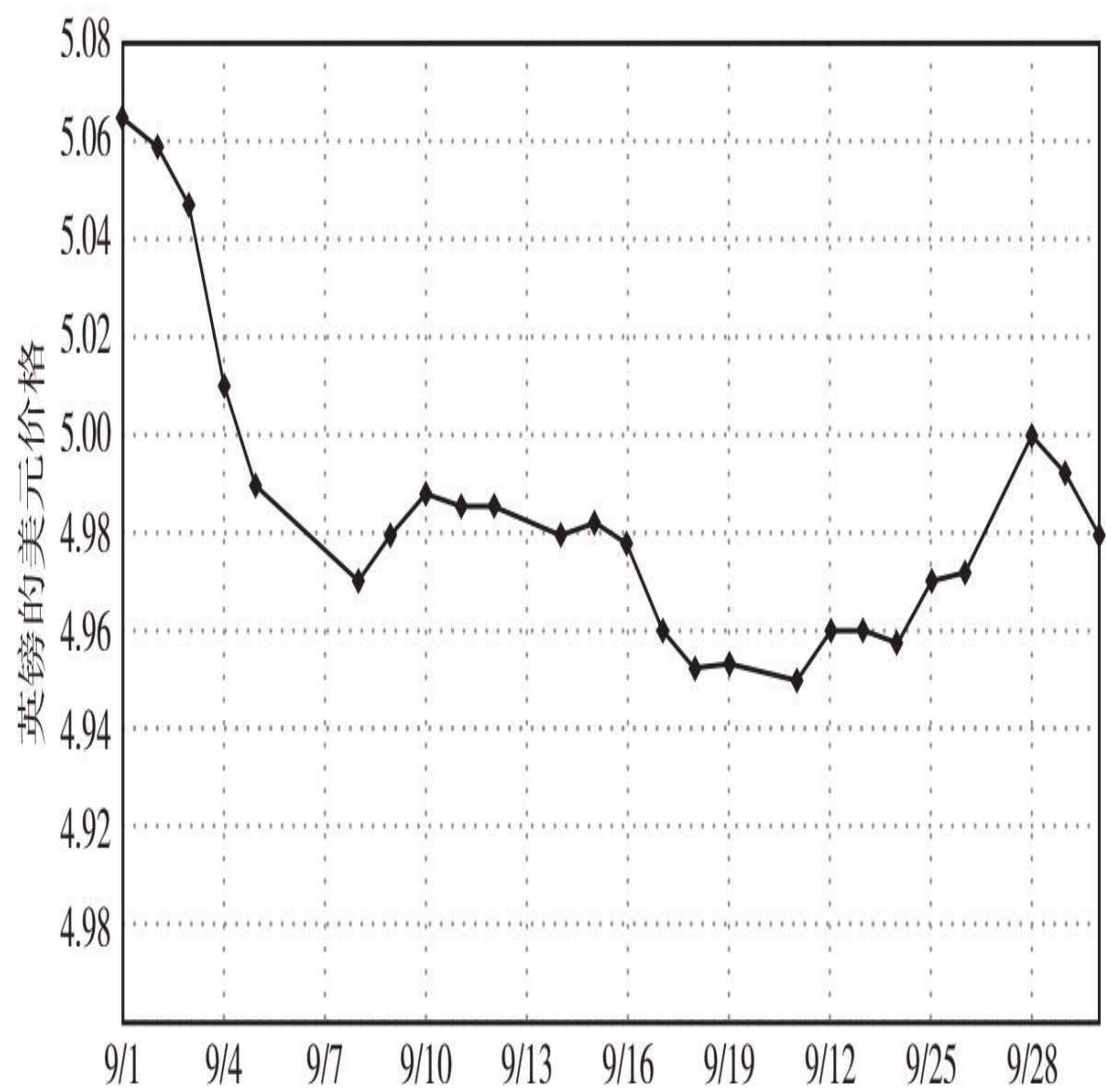


图7.1 1914年9月英镑兑美元的汇率
资料来源：《华尔街日报》。

有些令人吃惊的是，美联储的措施还在具体筹划但尚未批准时就已产生了效果。在纽约市遭受其他地方的暗自仇视时，外汇市场怎么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会预测到美联储理事会能确保全美各地的银行加入黄金池呢？如果没有全国同行的帮助，纽约各家银行并没有必要的黄金储备来建立基金。

《华尔街日报》把美元汇率在9月4日的反弹归功于黄金池或许过于仓促了，之前已在流传的其他事情也进入了公众的视野，而且背后站着显赫的摩根银行。

小摩根曾在8月20日，也就是纽约市公开承认其外债负担那天，要求财政部长麦卡杜安排一次同美联储理事会的私人会议。他需要华盛顿的配合来实施他同纽约市审计长普伦德加斯特讨论过的救助计划。小摩根告诉麦卡杜，纽约的银行可以组成一个辛迪加为纽约市发行美元面值的短期票据，并利用其收益来偿付纽约市欠欧洲人的黄金和英镑，但他们“不可能在不告知财政部长和货币监理署署长的情况下做那样大的事情”。[506]特别是，小摩根说财政部必须同意“为保护纽约的信誉，各家银行或许不得不进一步降低其现金储备……此外财政部必须把纽约市的债务作为紧急货币的担保品”，而且所需额度可能会超过预期。

小摩根还发现了增强纽约市财政责任的机遇。他提到，只有在“城市采取与前些年不同的融资政策……使债务停止增长，并通过增加税收逐渐削减债务水平”的时候，才应该实施救助。[507]大约60年之后的1975年，当纽约市再次处于破产边缘时，一家“城市援助公司”（Municipal Assistance Corporation）被组建起来，监督城市遵守联邦和州的预算限制。[4]小摩根在1914年提出的财政改革建议仿佛招股说明书的样本，与对纽约的现代救助有所不同。他知道美国忽略了纽约市的财政纪律松弛，美国最伟大的城市不能按时偿还债务……给纽约市的信誉造成了几乎无法挽回的损失，也让美国蒙羞”。[508]

财政部长麦卡杜能轻松接受小摩根的要求，也即把纽约市的债券用作紧急货币的担保品，他实际上已经批准把棉花仓库的收据作为可接受的抵押品，为南方各州提供了类似的特权。[509]但是摩根要求允许纽约市各银行进一步降低现金储备，则会制造一个危险的先例。

纽约市各银行自1914年8月1日以来就未能满足其法定的准备金要求。[510]按照《商业与金融纪事报》的说法，目前形势的一个突出特点是，人们完全没有认识到解决准备金不足问题的必要性。而在以前出现准备金严重不足的历次金融动荡时期，如1893年和1907年，马上就认识到这一缺陷必须得到纠正，局势才可能得到显著改

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

善”。[511]麦卡杜能够容许纽约的银行更多地突破监管安全线的标准，来推进对纽约市的救助行动吗？

麦卡杜深知，批准对纽约市的这一隐性补贴会给自己带来抨击。前任财长莱斯利·肖在将近十年前就曾因为对银行的政府存款放松准备金要求而受到攻击。[512]因此，麦卡杜对小摩根的要求没有做出正式回应。他和货币监理署署长威廉姆斯只是对银行违反法定准备金要求视而不见。不过《商业与金融纪事报》注意到，这种形势不可避免地会招致更多的怀疑”。[513]但麦卡杜对此并不在乎，他要应对更为严重的问题。

麦卡杜在1914年对纽约市的救助标志着美国金融史上“大而不倒”的观念诞生了。20世纪70年代给巨型军工企业洛克希德公司、大型汽车制造商克莱斯勒公司提供联邦贷款担保，1984年给全美第七大银行伊利诺伊大陆银行提供救助，都是延续了麦卡杜在1914年对纽约市提供救助的传统。

麦卡杜遵循自己的企业家直觉，在精打细算后承担了风险。他的行动鼓励小摩根同雅各布·希夫的库恩雷波公司组成辛迪加来挽救纽约的信用。在1914年8月20日同美联储理事会的会议后两周，小摩根同他的合伙人亨利·戴维森一起确定了可以接受的协议内容。[514]9月4日，也就是威金和斯特朗提出黄金池建议的同一天，摩根银行与库恩雷波公司的辛迪加管理人给纽约市审计长普伦德加斯特写信，介绍了救助计划的标准和条件。[515]

该辛迪加同意依照票面价格接收未来3年到期的城市票据，并用其收益偿还纽约市在欧洲的债务。为打消纽约市对美元面值的票据利率过高（6%）的抱怨，辛迪加同意以1英镑兑5.035美元的汇率作为纽约外汇债务的封顶汇率。[516]辛迪加将承担高于该汇率的所有成本，如果债务偿付可以采用更低的汇率，纽约市还将得到折扣。

9月5日的《纽约时报》称赞该辛迪加交易是“有史以来最重要的金融行动之一，可望带来最具成效的影响”。[517]《纽约时报》接着说，银行界获得的有关纽约市救助计划的信息已导致汇率显著下跌。三天前对英镑的求购报价超过5.05美元，而昨天的售价已跌至5.00美元”。[518]这些积极反应表明市场相信，两大带头的投资银行——库恩雷波公司和摩根银行——将在无须推高英镑价格的情况下得到足够多的资金来偿还纽约市的债务。它们有获取黄金偿付债务的经济激励，以使纽约市摆脱汇率升至5.035美元以上的风险。

《纽约时报》认为英镑汇率在9月4日显著下跌以及美元价值的相应上涨，肯定了纽约市的救助计划。《华尔街日报》则认为9月4日的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

汇率走势应归功于威金和斯特朗提出的黄金池建议。1914年9月4日的价格走势其实难以分清两个金融计划各自的贡献大小。[5]其实不到一周之后的另一条消息才解决了有关美国信誉已经改善的分歧。

筹集黄金

外汇市场对黄金池计划和纽约市救助计划表示支持，但银行家还必须将之付诸实施。两个计划都需要从银行的金库中筹集黄金，才能把美国从欧洲人手中赎回来。没有人真的打算把黄金装船运往海外。《纽约时报》报道说银行家希望“市场已经做好偿付准备，将使……我们可以用外汇偿付几乎所有债务，而不是用黄金”。519银行家准备把黄金储备汇聚起来，就像在奢豪的扑克牌赌局中把自己的大堆筹码摞起来炫耀一样。

两个计划的重叠之处引起了代表黄金池计划的斯特朗与代表纽约辛迪加的小摩根和希夫的共同关注，于是他们在9月10日周四上午同财政部长和美联储理事会共同开会，以协调保卫美国信用的行动。斯特朗在两天前给麦卡杜发过一封电报，希望提前到会并给他做简短通报。520麦卡杜于是邀请斯特朗在摩根和希夫抵达的前一天去自己家里。

麦卡杜与斯特朗的会面是在9月9日周三傍晚，揭开了他们之间有关黄金问题的系列对话的序幕。麦卡杜催促各银行无偿提供黄金，斯特朗则强调了这样做的难度。521他们的争论将持续到斯特朗成为纽约联邦储备银行行长后。斯特朗后来与麦卡杜纠缠，导致联邦储备银行推迟开业，直到有足够的黄金积累为止。但就当时而言，他们两人都希望利用黄金来保证美国的信用。

在9月4日的会议中，威金和斯特朗已经建议，作为黄金池计划的一部分，美联储理事会应利用其影响力在全美范围内动员黄金储备。在小摩根、希夫、斯特朗与美联储理事会于9月10日的会议后，大家开始面对现实。小摩根和希夫介绍了他们为组建辛迪加解决纽约市债务开展的谈判。美联储理事会成员希望为黄金池做同样的操作，但他们没有人手可以调派。理事会也知道，其他地方对纽约的仇视可能让所有努力都仅能限于道义劝告。因此理事会在原则上批准了黄金池计划，但同时承认“安排实施细节有难度”。522

美联储理事会在9月11日勉强露面发表了如下声明：考虑到纽约市宣布为偿还即将到期的债务做了充分准备……理事会认为，设立之前建议的1.5亿美元黄金基金或许并无必要，决定静待以后的事态发展来做下一步的考虑。”523三天之后，华尔街日报》的一篇文章把

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

黄金池计划列入搁置范围：美联储理事会已经放弃考虑银行家提出的组建黄金池的计划……这是因为纽约市为偿还8 200万美元外债所采取的措施已极大地缓解了局势。” 524

外汇市场打消了对纽约市救助计划与黄金池计划孰轻孰重的所有疑虑。图7.1显示英镑兑美元的价格在9月10日到15日几乎没有变化。市场对黄金池计划的取消似乎漠不关心。

是什么导致了纽约市救助计划的成功？摩根银行和库恩雷波公司知道该如何为公司和市政府筹集资金。摩根的忠实客户中包括美国钢铁公司，库恩雷波公司的客户则以宾州铁路公司为代表。在向市场发行新的债务之前，这两家投资银行通常会和自己的客户——富裕的个人客户、保险公司和信托公司等——开展协商，以决定能吸引投资者的利率水平。然后它们会组建一群承销银行（辛迪加），向全美的民众公开发售。在参与新发行证券的公开发售后，辛迪加的成员会获得佣金（有时也称为承销费）。

负责组建辛迪加的小摩根的合伙人亨利·戴维森利用魅力、个性和参与未来上市发售的前景，说服了纽约多达124家银行认购城市债券。 525 这些银行同意按照辛迪加管理人——摩根银行和库恩雷波公司——制订的计划，用黄金或英镑来支付其份额。戴维森在辛迪加内部按照各家银行的存款数额按比例配售债券。其中最大的机构国民城市银行认购了7 800 280美元的城市债券，最小的机构斯塔恩岛托滕维尔国民银行（Tottenville National Bank in Staten Island）的认购份额为3 005美元。 526 摩根银行与库恩雷波公司的认购份额均为694 155美元。辛迪加的筹款总额为1亿美元，足以偿付当年年底前到期的全部纽约市债务，包括需要向英国和法国偿付的8 200万美元。

成功恢复纽约市的信用不仅取决于筹款，还需要把黄金或英镑交付给英国的投资者。第一个考验是在1914年9月15日，辛迪加管理人需要8 257 400美元来偿付月底前到期的债务。摩根银行要求在当天结束前把黄金送到华尔街23号。银行的信使从早上10点开始陆续到达摩根大厦，带着仿佛在纽约地铁的通勤上使用过多年的背包和手提包，通常还有警察护送。 527 这些包里装着小捆的黄金券以及少数金币，也就是每家银行认购的份额。摩根银行的出纳员把几位信使带来的黄金券收集起来，然后送到街对面的国库分库办公室，在那里兑换成金条。这些金条在保安保护下送回银行，封存到小桶中。在9月15日关门后不到1个小时，一家快递公司把货物装上卡车，送到向渥太华发货的火车站。12个小时后，英格兰银行在那里的仓库接收这批黄金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

辛迪加在筹集和转运黄金上的高效率，给人们带来了通常在新的棒球赛季开幕日所体会到的乐观情绪。一位知名银行家给出了恰当的评论：现在乌云中露出了大片阳光，如果情况就此迅速改善，我不会感到吃惊……对纽约市票据的巨大需求是我们近来遇到的最令人高兴的意外之一。” 528 小摩根写给麦卡杜的便笺证实了纽约市的成功融资：整个项目被超额认购了，最终结果是各家银行目前负担的高额贷款有望缓解，只剩下各自愿意负担的部分。” 529 对辛迪加成员而言，最好的事情莫过于从发行人那里购入证券，在招股说明书墨迹未干之时就将其转售给最终投资者，让自己口袋里只留下利润。

纽约市的成功操作带来了金融狂热情绪的扩散。《华尔街日报》在9月15日报道称：偿付纽约市的1亿美元到期证券——其中有8 000万美元由英国人和法国人持有——的计划获得圆满成功，是第一次世界大战爆发以来最有成效的进展……有证据表明，我国证券的最大外国持有者英国并不像预想的那样急于出售。大约75%的价值42万英镑的湖岸（Lake Shore）一年期票据的持有者选择购入新票据……以替换到期证券。负责这笔融资的一位银行家说，‘当人们知道可以拿到钱的时候，反倒不会特别着急去拿了’。” 530

湖岸一年期票据是“湖岸与密歇根南方铁路公司”（Lake Shore & Michigan Southern Railway）的债务。对这些证券的再融资能吸引英国投资者，出于两个原因：美国表现出了用黄金偿付债务的意愿，以及利率跃升到了诱人的高水平。新发行的湖岸票据的利率达到6.75%，它取代的到期证券则是1913年3月按照4.5%的利率发行的。 531 利率水平上浮了两个多百分点，反映了战争爆发以来对现金的预防式需求。 532 所有借款人都感受到资金收紧。因此纽约市不得不给新的投资者支付6%的利率，而之前的借款利率仅为4%。 533 纽约审计长和市长都向麦卡杜抱怨过融资成本的问题，他们应该不是把问题归咎于个人因素。

高兴得太早了

对纽约的胜利救助意味着美国捍卫了自己的信誉。人们随之预期市场会很快恢复常态。纽交所的一位会员在9月19日说：我得知……在过去几天取得的进展，使我们可以在不久的将来看到实质性变化。预测纽交所将重新开张的人……认为重新开市的时间是10月15日。” 534

可是麦卡杜让纽交所即将复业的预测落了空，纽交所将关闭到12月12日。他还在黄金池计划的流产报道出来一周后宣布重启该计划，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

令金融界的投资行家颇为惊讶。9月21日的《华尔街日报》报道称：麦卡杜部长在周五晚些时候发表了如下声明：‘芝加哥的福根、纽约的威金和斯特朗，以及费城的鲁作为银行家大会任命的委员会代表……在今天与美联储理事会进一步协商了他们提出的创立一个黄金基金的计划……纽约市履行其偿债义务的行动……解决了一个阶段的问题，并有利于深入探讨上述议题……银行家委员会已经考虑了有关进展，得出的意见是，创立1亿美元的此类基金来应对目前的局势或许是合适的。’” 535

纽约市的救助行动为什么会迫使“银行家委员会”重新启动一个缩小版的黄金池计划呢？该计划已经在9月14日被搁浅，因为“局势已大为缓解”。难道说局势并没有像肉眼所见那样真正得到显著缓解？

本杰明·斯特朗作为银行家委员会的成员在黄金问题上眼光极其敏锐。他观察到纽约市辛迪加的会员在9月15日给华尔街23号的摩根大厦送去了各自应缴纳的份额，对此感觉不妥。 536

纽约市对英国投资者的负债以英镑计价。摩根银行与库恩雷波公司组建的辛迪加需要215万英镑来偿还9月到期的债务。 537 各家银行在给辛迪加缴纳份额时可以用黄金，也可以用外汇。黄金可以运到渥太华，以1英镑兑4.90美元的价格兑换成英镑。而在9月15日，即各家银行必须把首期款项送到华尔街23号那天，英镑汇票为1英镑兑4.985美元。按道理来说，每家银行都应该交付黄金，而不是汇票，因为提供英镑汇票需要多支出每英镑8.5美分的成本。然而，9月15日那天摩根大厦实际收到的总款项中，确实有20%是英镑汇票。 538 这说明银行家希望保留自己的黄金，为了把黄金留在手中，他们愿意付出近1.75%的罚金。 [6]

斯特朗知道，银行家对黄金的偏爱会使英镑价格超出4.90美元的黄金出口点。所以他要修筑黄金池作为第二道防线，向英国人显示：美国除了纽约市的辛迪加之外，还有更多的储备来捍卫信用之战。但他担心，只要英镑价格还高于4.90美元，黄金出口的压力就会持续下去。黄金出口给斯特朗的人生造成了一种特殊的威胁。

[1] 在欧洲借款的费用减少，与纽约市的外汇交易有关。1914年8月24日的《华尔街日报》报道，通过细致的外汇买卖来支持对外交易，纽约市的官员已赢得了大幅削减必要利息支出的良好声誉”。

[2] 1914年9月2日的《纽约时报》报道说，预计美联储理事会将抵制这种地区间的敌意，有人建议美联储理事会可以发挥作用，要求

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国内银行分担向欧洲国家偿付债务所需的黄金供给”。

[3] 9月4日的回报率-0.743%的t统计量为3.23，在传统的置信水平上具有统计显著性。英镑汇率的回报率标准差在1914年8月8日到1914年12月31日为平均每天0.23%。

[4] 城市援助公司是在1975年6月10日设立的，以监督纽约市的财政状况。该公司发行的债券以特定比例的纽约市营业税作为还款来源，债券的发行收入由纽约市使用。该公司与联邦政府的贷款担保一起，让纽约市避免了破产的命运。

[5] 9月4日的第三条消息是由英格兰银行发布的（《纽约时报》1914年9月5日第3版），该银行宣称将“给汇票接受方提供必要资金，以便在宣布延期偿付前偿还所有提前到期的汇票”。当时没有评论把英镑在9月4日的走势同这一消息联系起来。

[6] 每英镑的溢价8.5美分除以4.90美元，等于0.017 3，即1.73%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章
游戏结束

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财政部长麦卡杜的诸多应急政策堵住了威胁美国金融的漏洞。他利用《奥尔德里奇-弗里兰法案》来防止银行系统的现金枯竭，他给全美各地的国库分库提供黄金来维持政府对纸币兑换的承诺，他关闭了纽交所来阻止黄金大量流失到欧洲，他还征召摩根银行来保卫美国的信用免受外国冲击。然而危险并没有真正过去，在危机爆发后六周，英镑的汇率依然高于4.90美元，继续刺激着黄金出口。

麦卡杜需要对美国经济做根本性的调整来恢复正常秩序。他试图通过设立美联储来完成此项任务。在8月的第一周，麦卡杜游说参议院银行委员会通过了威尔逊的最终提名——保罗·沃伯格和弗雷德里克·德拉诺——以完成最后一击。他在8月10日宣布：我们将有能力把这一体系建成对抗金融危机的坚强堡垒……这些联邦储备银行本可以在8月1日组建，但由于我们难以控制的原因并未按时完成。美联储理事会本身得以设立，意味着这些联邦储备银行肯定可以在10月1日或之前组建成功。” 539

麦卡杜公开承诺要在10月1日前设立地方联邦储备银行，是因为这些银行（而非理事会）将获得授权发行联邦储备票据，并制定足以吸引海外存款的折扣率。但沃伯格和斯特朗这两位强势的美联储理事阻碍了麦卡杜按计划建立起联邦储备体系来应对危机。他们担心，过于急迫地推动这些银行开业可能危及新的现金体系。

麦卡杜不得不自己应付危机，他在8月第一周启动的退出计划会帮助实现后来的胜利。

内部的纷争

1914年9月1日，纽约时报》归纳出如下警告：许多有影响力的银行家给麦卡杜部长和美联储理事会其他成员写信，要求理事会慎重组建新的银行体系。这些银行家指出，由于战争带来的混乱局势，目前不适合组建新的体系……大家认为沃伯格先生完全赞成这种看法。据称，作为有国际声誉并对整个项目有科学认识的银行家，他对麦卡杜部长和美联储理事会其他成员表达了非常坚定的立场。” 540

媒体还划出了阵营：就联邦储备银行是否应该在此时组建的问题，保罗·沃伯格与货币监理署署长威廉姆斯较量上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了。” 541 报纸上的说法是，货币监理署得到了理事会中财政部同盟者的强力支持：可以理解，部长麦卡杜、货币监理署署长威廉姆斯及哈姆林理事的立场是，组建新的银行体系不应该有任何延误。” 542

沃伯格对于中央银行原则的“科学认识”，是促使威尔逊将这位华尔街银行家提名到美联储理事会的原因。总统喜欢沃伯格关于中央银行独立性的主张，并希望以此来制衡麦卡杜操控理事会的企图。麦卡杜自己的游说是，要求设立“能够同财政部长紧密合作”的理事会。

在内部争执暴露到公众视野后的第二天，纽约时报》报道说，麦卡杜否认美联储理事会成员之间存在任何分歧”。 543 麦卡杜还宣布10月1日依旧是联邦储备银行开业的目标日期。 544 沃伯格以如下声明对理事会主席表示支持：我很遗憾地看到《纽约时报》驻华盛顿记者发表了一篇报道，谈及货币监理署署长与我本人存在的观点分歧。这些说法毫无依据。美联储理事会对于目前实施和讨论的所有事务都保持了绝对的协同，同时可以很满意地说，理事会对于尚未决定的问题也有充分的协调一致。” 545

沃伯格的公开示好骗不了人，尤其是麦卡杜。他想起沃伯格曾在国会讨论中批评《联邦储备法案》，说这一立法会导致“政府的直接干预”。 546 在阅读了沃伯格对该法案若干事项的反对意见所作的大约5 000字的备忘录后 547 ，麦卡杜说，沃伯格先生的观点如此远离现实，都是基于我完全陌生的理念，看得我瞠目结舌”。 548 不过麦卡杜依然帮助沃伯格克服了参议院银行委员会对其提名的阻挠： 549 从个人角度我支持他的提名，要让美联储理事会全面代表美国金融界的各个阶层，有反映华尔街观点的成员参与是很合理的选择。” 550 只要能掌控理事会，麦卡杜可以很大度。

获得任命后，沃伯格并没有隐瞒他反对其他人急于设立联邦储备银行的保留态度。他在8月27日给麦卡杜提交的备忘录中概述了其理由。没有人知道《纽约时报》是否获得了该备忘录的盗版，并以之作为9月1日报道美联储理事会分歧的基础。但该备忘录确实清楚地表明了沃伯格对开设地方联邦储备银行的反对意见。

沃伯格长达7页的备忘录读起来仿佛他要按字数收费一样。下面的摘要概述了他的主要立场：美联储理事会要考虑的主要问题是，各联邦储备银行是该很快开业，还是该无限期推迟。之所以说无限期，是因为我相信，如果联邦储备银行现在不开业，那么在一年或者更长的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时间里也不可能会开业……除非对法律的某些内容进行重大修订，现在开业是难以想象的。在现行法律下开设联邦储备银行将获得大约1 900万美元的资本金和大约2.5亿美元的黄金储备……而过去和当前的经验都明确表明，2.5亿美元的黄金储备并不足以保证庞大的货币金融体系和美国的银行信誉。” 551

沃伯格并未完全拒绝马上开设联邦储备银行，而是说必须对法律进行修订，否则银行体系将难以支撑美国的金融业。他接下来用了5页篇幅来解释为克服《联邦储备法案》的一个重大缺陷需要修订的地方：美国的全部黄金资产，包括全部银行的持有量、国库的净持有量以及流通中的黄金，至多为15亿美元。联邦储备银行体系只汇集了其中的2.5亿美元黄金，把剩下的约12.5亿美元作为国家的无用和浪费的资产，显然是很不充分的。” 552

麦卡杜没有耐心采纳沃伯格为联邦储备体系积累尽可能多的黄金的伟大构想。1913年12月23日投票设立的美国中央银行在被正式法律确认之前已经过了多年萌芽。1908年的《奥尔德里奇-弗里兰法案》就设立了“国家货币委员会……以便尽可能早地负责调查美国的货币体系必须或应该做出何种改变，并向国会报告”。 [1] 该法案的联合发起人之一、国家货币委员会主席、共和党参议员奥尔德里奇在1912年1月9日提出设立美国的中央银行的法案。“奥尔德里奇计划”本来是用于在佐治亚州海岸外的杰基尔岛（Jekyll Island）上召开的他与几位银行家的会议，其中包括已成为摩根银行合伙人的亨利·戴维森以及时任库恩雷波公司合伙人的保罗·沃伯格。 553 按照沃伯格的说法，当时概述了筹备‘国家储备协会’（National Reserve Association）的计划，也就是一个以黄金和商业票据为基础来灵活发行纸币的中央储备机构”。 554 格拉斯则称该计划是为设立“银行所有、银行所治以及银行所享的中央银行”。 555

但在民主党人于1912年11月控制白宫和国会以后，奥尔德里奇的法案及其参议员席位都消失了。大选后一个月，候任总统威尔逊同即将成为众议院银行与货币委员会主席的卡特·格拉斯会面，明确提出美国的中央银行将对全体国民负责，而不是只听命于金融家。威尔逊的介入导致1913年12月的立法中规定要在华盛顿设立美联储理事会，以监督各地方的联邦储备银行。 556

麦卡杜和沃伯格都清楚，国会不会修订《联邦储备法案》来成全沃伯格对于黄金的追求。沃伯格支持尽快开设联邦储备银行，但要求国会必须对立法进行恰当的修订，这印证了《纽约时报》在1914年9月1日的报道沃伯格倾向于延迟开业”。 557

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《联邦储备法案》授权麦卡杜决定联邦储备银行的开业日期。麦卡杜同意沃伯格对“迅速耗尽我们的黄金供应可能会让人极其尴尬”的忧虑，他知道当商业银行成为联邦储备体系的会员时，它们需要黄金来满足准备金要求和地方联邦储备银行的资本金份额，联邦储备银行也需要黄金来支撑作为货币流通的新的联储票据。麦卡杜关闭了纽交所来保护银行家库房里的黄金，部分原因正是为建立联邦储备体系做准备。 558

麦卡杜同样理解沃伯格对美国所欠欧洲债务的担忧。他组建了纽约市的银行辛迪加来证明美国的还款意愿，希望以此消减欧洲人对黄金的需求。外汇市场对纽约救助计划的积极响应本来应该有利于麦卡杜开设地方联邦储备银行的时间表，但事实上却让本杰明·斯特朗成为保罗·沃伯格的强力同盟。

中央银行家本杰明·斯特朗

在担任纽约联邦储备银行的首任行长前，本杰明·斯特朗有10年时间在银行家信托公司履职。他1904年作为秘书加入该公司，到1914年1月成为总裁。 559 1914年10月，在担任银行家信托公司总裁9个月后，他出任纽约联邦储备银行行长。作为纽约联邦储备银行的首席执行官，他一直任职到1928年10月去世。大通国民银行的阿尔伯特·威金在他去世后说：在大战的关键时刻及之后的调整期对联邦储备银行的管理，显示了他的杰出才能和人格力量。他的离去是银行界的重大损失。” 560 保罗·沃伯格补充说：纽约联邦储备银行将成为证明他的天才的纪念碑。” 561

甚至在加入联邦储备银行前，本杰明·斯特朗就在银行家信托公司学会了担任银行家的银行家。该公司在纽约金融界占有特殊地位，与1907年金融恐慌中关门的尼克博克信托公司一样，银行家信托公司是一家信托企业，但其所有者是银行组成的财团，故由此命名。1903年担任纽约第一国民银行副总裁的亨利·戴维森把银行家信托公司设想为银行的一个通道，便于各银行参与法律禁止其直接从事的信托业务，并让他在新泽西州恩格尔伍德镇的邻居本杰明·斯特朗出任这个项目的秘书。 562

在1907年恐慌中，银行家信托公司的股东之一老摩根要求亨利·戴维森协助组织对陷入麻烦的若干信托公司的救助。戴维森让斯特朗去检查尼克博克信托公司的账目，但在斯特朗弄清楚其报表之前，该公司已经停业。斯特朗回忆起亲眼目睹公司在一排排存款人面前关上大门的情形：我永远忘不了排队的人们脸上的惊愕，其中很多还是我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

认识的人。我知道，亨利·戴维森是带着我难以描述的沮丧和失败的感情离开那座大楼的。” 563

1907年的恐慌把斯特朗和戴维森变成了中央银行制度的拥护者。 564 戴维森于1909年成为摩根银行的合伙人后参加了他所说的“猎鸭之旅”，也就是去杰基尔岛同奥尔德里奇和沃伯格开会。 565 斯特朗也在1911年美国银行家协会的大会上表态支持“奥尔德里奇计划”。 566

在民主党人于1913年中期用卡特·格拉斯的《联邦储备法案》取代奥尔德里奇的提案后，斯特朗试图在法案最终成型前对其进行修订。他担心12家地方联邦储备银行“会妨碍有效的储备汇聚” 567 ，以及该法案“会把过多的权力赋予政治任命人士，而拒绝给予银行家应有的代表权”。 568 他还抱怨，联邦储备券将成为美国政府的负债”。 569 1913年11月1日，斯特朗给纽约的银行家同事保罗·沃伯格写信，在我看来，如果美国政府再次从事发行法定纸币的尝试，尽管这次有银行资产和一定比例的黄金储备作支撑，但有朝一日我们终将追悔莫及”。 570

斯特朗和沃伯格都不喜欢《联邦储备法案》，但也都在致力于公共利益。斯特朗在1913年12月23日的最终投票前几天说，我们都是美国公民，必须把公民义务置于自己对这类事情的信念之上。如果像我预想的那样该法案被颁布实施，我们就必须竭尽所能使其产生最好的结果”。 571

沃伯格在1914年7月31日接受威尔逊的提名加入美联储理事会，部分是由于“目前局势的严峻程度”。 572 沃伯格接下来便试图说服斯特朗接受纽约联邦储备银行行长的职位。8月27日，斯特朗给沃伯格去信解释谢绝任命的理由：我们的谈话是非常私人和随意的，因此我感觉可以跟你有私密的通信……我可以保证，做出这样的决定绝非出于自私的考虑……我非常愿意为公众利益从事这项重要的建设性工作，而不是去给自己赚钱……然而我们在纽约面临的问题不止关系到我们自己的业务（我可以很高兴地说对此毫不担心），而是关系到客户、友人以及整个城市和国家的事务，这让大家和我本人都认为，让我在当前放弃银行家信托公司总裁的职务是不公平的。” 573

斯特朗的上述通信令沃伯格感到失望，但也给了他一丝希望。假如沃伯格能说服本杰明·斯特朗，这样做符合国家的最佳利益，他就必然会接受纽约联邦储备银行行长的职位。在沃伯格极力推迟联邦储备银行开业的过程中，他积攒了足够的题材来恐吓自己的好友加入新的联邦储备体系共同战斗。这没有花多长时间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1914年10月5日，本杰明·斯特朗成为纽约联邦储备银行行长。沃伯格是如何改变他的想法的？

威胁

本杰明·斯特朗与保罗·沃伯格一样痴迷黄金。作为中央银行家，他相信联邦储备银行应该持有远高于法律要求的黄金储备。他曾说：我们需要超出法定最低要求的巨大安全保证，因此我对于积累黄金才如此急迫。” 574 斯特朗还希望“通过建立随时可以兑换黄金的信心，让美元成为国际货币”。 575 1914年8月的形势已威胁到颠覆上述目标。

《联邦储备法案》对黄金积累的规定是，要求商业银行向所在地的地方联邦储备银行缴纳资本金和准备金。大通国民银行和国民城市银行向纽约联储银行缴纳款项，大陆商业国民银行向芝加哥联储银行缴纳，吉拉德国民银行向费城联储银行缴纳。沃伯格在8月27日给麦卡杜的备忘录中估计，地方联邦储备银行将积累约1 900万美元的资本金和2.5亿美元的存款。他推测其中只有一部分能形成黄金储备。

根据《联邦储备法案》，商业银行支付的准备金中只有一半必须用黄金或法定货币， 576 另一半则是贴现的商业票据。联邦储备银行同意支付黄金的运输费用，以鼓励商业银行支付黄金，而非商业票据。 577 在通常情况下，这点小激励已经足以带来黄金。但是当外汇市场上的英镑汇率高于4.90美元时，黄金太宝贵了，商业银行情愿给联邦储备银行送去商业票据，留下黄金。沃伯格给麦卡杜的备忘录对此早已提及：在目前形势下，2.5亿美元存款中的很大一部分将以贴现票据的形式支付，这可能使新的联邦储备银行体系实际筹集到大约1.5亿美元的黄金。” 578 沃伯格更早前就警告过，2.5亿美元的黄金储备并不足以保证庞大的货币金融体系和美国的银行信用”。只有1.5亿美元的黄金则会让联邦储备体系变得无足轻重。 [2]

在9月4日于华盛顿召开的银行家与美联储理事会的会议上，保罗·沃伯格与本杰明·斯特朗显然共同表达了担心，他们之前就建立了相互的信任。财政部长麦卡杜在两天前宣布了联邦储备银行在10月1日开业的意愿。斯特朗认识到，沃伯格的测算结果会让麦卡杜的计划变成定时炸弹。4.90美元以上的英镑汇率将破坏斯特朗的目标，即积累足够黄金，以作为“超出法定最低要求的充分的安全保证”。

本杰明·斯特朗尽管对最初的法案持保留意见，却依然希望联邦储备体系能成功建立起来。他深知美国需要中央银行，而沃伯格的分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

析表明这个银行一开始就处在饥饿疗程中。当斯特朗看到商业银行对小摩根呼吁提供黄金以加入纽约市救助计划的反应时，感到沃伯格的警告非常紧迫。

回到1914年9月15日，也就是各家银行必须把第一期英镑或黄金款项送到摩根大厦那天，英镑汇票的价格为每镑4.985美元，也就是比黄金出口点高出8.5美分。所有银行按理都应该支付黄金，而非汇票。然而当天摩根大厦收到的全部款项中有20%确实是英镑汇票。银行家希望保留黄金，为此愿意支付大约1.75%的罚金作为代价。[579]如果没有这一成本，银行肯定会把商业票据送给联邦储备银行，而把全部黄金留下。

1914年9月22日，在保罗·沃伯格和亨利·戴维森对斯特朗进行了一个周末的友好劝诫后不久，纽约联邦储备银行董事会的一个代表团与斯特朗会面。[580]他同意在“董事一致赞同”的条件下接受联邦储备银行行长的职务。[581]董事显然都一致赞同。斯特朗于1914年10月5日正式出任行长，当天主持了他在纽约联邦储备银行的第一次董事会会议。[582]

冲突

麦卡杜无法对本杰明·斯特朗和保罗·沃伯格熟视无睹。这个本不太可能结成的二人组——带有中央银行使命感的德国犹太移民沃伯格，与拥有贵族责任感的清教徒斯特朗——形成了对麦卡杜的强力制衡。沃伯格比体系内的任何人都更懂中央银行业务，却要在麦卡杜的影响下开展工作。斯特朗作为纽约联邦储备银行行长有一定的独立性，仿佛偏远省份的封疆大吏。麦卡杜有权决定联邦储备银行的开业日期，但最重要的联邦储备银行的行长斯特朗可以拖他的后腿。

本杰明·斯特朗给沃伯格的延迟开业建议提供了黄金缴存问题之外的理由。他指出，英镑在外汇市场上的溢价会损害联邦储备体系的生存能力：如果联邦储备银行拒绝支付黄金，它们一开始就会失去信用，而在黄金存在溢价时——即英镑的价格反映的溢价——联邦储备银行如果扩大票据发行，肯定会有人要求它们支付黄金。”[583]斯特朗担心，即便联邦储备体系在开始时有足够的黄金储备，随着银行发行可以兑换黄金的纸币，这些贵金属也会被吸走。如果无法让货币继续流通，新的货币体系就会失败。

沃伯格与斯特朗的担忧确实约束着麦卡杜。图8.1显示，英镑汇率在整个9月都高于4.90美元的黄金出口点。麦卡杜设定的10月1日的开业目标在英镑溢价的压力之下破灭了。斯特朗和沃伯格希望让麦卡杜

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推迟银行开业计划，直至英镑溢价完全消失。麦卡杜则不想等那么长。他有法定的开业授权，要求他履行职责的公众压力日增。麦卡杜回想起他作为哈得孙-曼哈顿铁路公司总裁时的宣传语：让公众满意”。

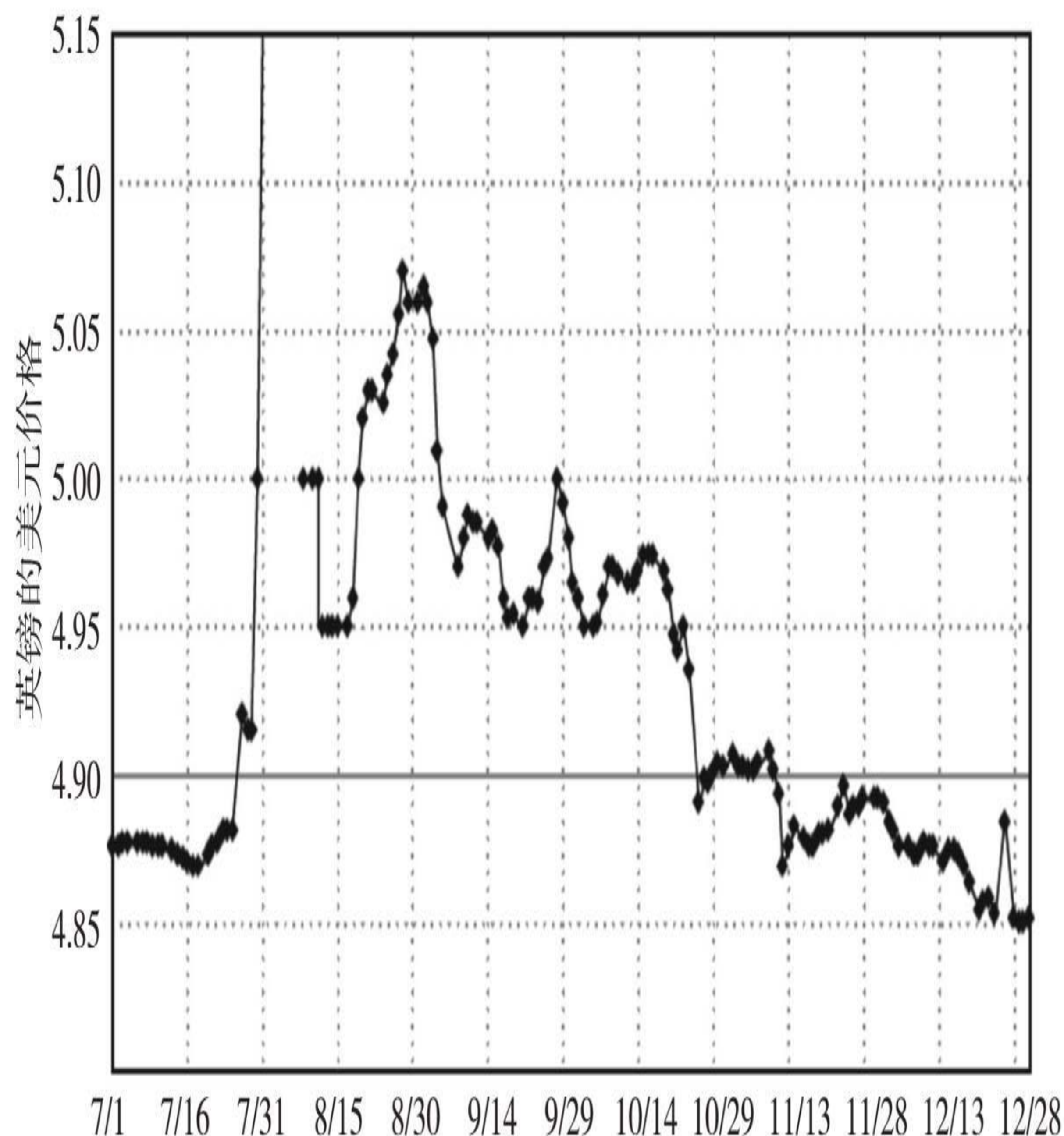


图8.1 1914年下半年英镑的汇率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资料来源：《华尔街日报》。

与沃伯格和斯特朗等中央银行家不同，许多商业银行家（尤其是来自西部和南部的）希望联邦储备银行尽快开业，以增加信贷和促进农产品运输。弗吉尼亚州的20位银行家给美联储理事会写信说：美国银行家协会的年度大会将于10月12日在里士满举行。里士满的会员银行相信，如果在大会前或召开期间能完成里士满联邦储备银行的组织工作，将会给整个国家的商业情绪产生最有助益的影响……我们坚定地认为，联邦储备法案》的实施……将比之前所有尝试或建议的临时措施更为广泛地缓解金融紧张态势。” 584 佛罗里达州州长给华盛顿方面发电报称：我代表佛罗里达人民呼吁联邦储备银行立刻开始运作，美联储理事会即刻采取行动，为棉花生产提供保护。” 585

得克萨斯州议会通过并送交美联储理事会的一份决议总结了立刻开办联邦储备银行的理由：鉴于……得克萨斯州将生产出400万捆棉花……鉴于95%的得克萨斯州产量每年会被运到州外加工，目前又没有大量的出口需求……鉴于这些情况正严重威胁到棉农……得克萨斯州议会通过决议……催促你们根据《联邦储备法案》的规定尽可能加快设立地方联邦储备银行。” 586

棉花碰到了麦卡杜的南方心结。他承认，战时比和平时期需要更多的棉花”。 587 他还知道美国的出口会在外汇市场上创造对美元的需求以及对英镑的供给，从而削弱英镑的溢价。麦卡杜在8月24日华盛顿召开的一次会议上已把棉花作为扶持目标。 588 他还授权发行以棉花仓库收据为基础的紧急货币。 589 克服威胁联邦储备体系成立的英镑溢价的关键，还可以延伸到所有农产品的出口上。麦卡杜继续推进联邦储备银行开业的计划，因为他已经启动了刺激美国产品向欧洲出口的项目。

决断

在1914年8月的最后一周，麦卡杜已认识到需要一个基于经济基本面的退出计划来解决美国面临的威胁。他知道自己已经采取的紧急措施，即关闭纽交所和把奥尔德里奇-弗里兰货币输入银行体系，如果继续下去，将会损害美国经济。麦卡杜在8月8日已计划好在14日召开一次外汇讨论会议，以提供“充足的船只将我们的谷物和棉花运到欧洲市场”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8月14日的会议建议，国会在财政部大楼内设立一个战争风险保险局，以保护美国的托运人和鼓励出口。国会在8月29日通过了该法案，保险局于9月3日成立。[590]9月12日的《纽约时报》报道：这些天来最为繁忙的政府服务机构莫过于新设立的战争风险保险局，把船只转移到美国注册的行动给这家政府保险机构带来了大量承保业务……仅船体保单的申请金额就超过了500万美元。”[591]

麦卡杜在1914年9月28日宣布保单将于次日生效，[592]注册在美国旗下的船只都可以申请加入。可是美国的中立规则给保险覆盖范围施加了严格的限制。武器、军火和军装等禁运品显然不符合要求。许多看似无害的产品，如服装、电话、马靴、食品、谷物，以及（非常不幸地包括）棉花，如果是运往交战国的武装部队，也会被视作有条件禁运品。[593]军人在判断某个运输批次的谷物或棉花的性质时可以有极大的裁量权。对有条件禁运品的限制束缚了战争风险保险局的作用，英镑汇率到1914年9月30日依然维持在4.98美元。

***

开设联邦储备银行的事情依然笼罩着阴云。10月3日的《纽约时报》报道：没有迹象表明新的联邦储备体系能够在12月1日前投入运营。”[594]但次日的《纽约时报》又改了口：美联储理事会成员在今天确认新的联邦储备银行投入运营不会有严重的拖延，他们解释说，其目标是让纽约、芝加哥和圣路易斯的联邦储备银行尽早开业，预期将在10月15日实现。”[595]《纽约时报》的矛盾报道反映出美联储理事会就何时启动地方联邦储备银行存在内部争执。定时炸弹终于在1914年10月10日的理事会会议上爆炸了。

10月10日周六的美联储理事会会议由哈姆林理事主持。[596]麦卡杜有个简短的露面，建议对沃伯格起草的为扶持棉花出口筹集1.5亿美元的计划草案做某些修改。哈姆林同意按照他的建议对草案进行修订。麦卡杜在离开会场时说自己希望理事会“竭尽所能使联邦储备银行尽早开业”。哈姆林回应“会照办”。

哈姆林后来这样描述沃伯格在麦卡杜离开房间后的表现：沃伯格在震怒中来回走动，攻击我作为理事在胁迫理事会；他说在与纽约和其他地方的联邦储备银行行长举行会议前开业是荒唐的，说我经常迫使理事会改变自己的观点去迎合财政部长……他决定不再忍受了。”[597]

哈姆林对沃伯格的答复是：我从来没有也永远不会影响理事会做违背信念的投票……货币监理署署长威廉姆斯和我跟财政部长有过共同奋斗的经历，我们对他的意见抱有极大的好感和尊

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重。” 598 沃伯格于是暗指哈姆林和威廉姆斯是出于情感因素而顺从麦卡杜。哈姆林回答称：对于其他任何人的意见的最大顺从，就是我们对于你提出任命斯特朗担任行长的意见表示顺从，因为我们有理由担心这一人事选择会受到攻击，说斯特朗没有勇气抵挡纽约的资本势力的影响。” 599

哈姆林的披露令沃伯格大为震惊。沃伯格原以为他说服斯特朗出任纽约联邦储备银行行长是为公众效劳。可是按哈姆林的说法，他在美联储理事会的同事对沃伯格的独立性抱有担心，只是勉强同意了他的建议而已。斯特朗在银行家信托公司担任的职务，以及摩根银行合伙人亨利·戴维森对他的提携，让理事会有担忧的理由。披露这个事情可能令沃伯格感到沮丧，但并未阻止他继续追求拖延联邦储备银行开业的目标。 600

麦卡杜武装得像个角斗士一般参加了10月15日的理事会。他宣读了一封总统写给美联储理事会主席（即他本人）的信件：参议员提出了许多抱怨……说理事会蓄意阻止联邦储备银行的筹建……为显示这并非实情……理事会应该采用一切手段加快开业。” [3] 麦卡杜接下来把自己写的两页信函分发给理事会：在上次会议中我向各位指出了尽早开业的重要性……我对此事的优先度极为重视，因此催促立刻开展行动……作为筹委会主席，我已推迟召开该委员会的最终决策会，以便完成各项筹备事务，但目前我认为应该召开了。你们都清楚，根据法律，财政部长有权宣布，‘可以通过这种方式，选择任何地方的联邦储备银行的管理层’。现在我已做好准备发表这一声明。” 601

麦卡杜像冠军一样全力向终点线冲刺，却像被子弹击中一般跌倒了。他后来是这样发表其声明的：我建议将11月2日周一确定为联邦储备银行宣布开业的日期……但我认为在那个时候的业务应该是较为初级的形式。”

麦卡杜为什么突然停步了？从危机开始他一直很坚决，他有权确立11月2日开业，还有威尔逊总统撑腰。可是麦卡杜不能忽略沃伯格的警告，尤其是在英镑兑换价为4.975美元，远高于黄金出口点的时候。10月13日，也就是理事会会议两天前，沃伯格给麦卡杜送去一份14页的备忘录，是他和理事会成员哈丁共同准备的。 602 这份备忘录列出了联邦储备银行开业前所需完成的16个步骤，从收到“2亿到3亿美元的法定货币”，到每家银行有“两套地下室”的要求等。备忘录还介绍了完成每个步骤的方法，但最后用一个只有麦卡杜能回答的问题来收尾：非常需要知道联邦储备银行在开业时能够从财政部得到多少黄金。” 603

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

麦卡杜没有权力把财政部的黄金提供给联邦储备银行。他对沃伯格的备忘录所做的回应是继续强调11月2日的开业日期。麦卡杜还听说本杰明·斯特朗给这个问题增加了现实操作的难度。斯特朗在10月15日告诉理事会，如果没有准备充分就开业，那会是个错误，在两到四周内开办联邦储备银行是不可能的”。 604 麦卡杜感觉听够了，但依然决定在预定10月20日召开的全体联邦储备银行的代表会议前暂不做最终决定。

麦卡杜在10月20日的秘密会议上提议把1914年11月16日作为开业日，这次找到了同盟军。达拉斯、里士满、亚特兰大和堪萨斯城的联邦储备银行坚决支持财长，以安抚它们所在地的农民。纽约、明尼阿波利斯和旧金山的联邦储备银行则倾向于在1915年1月1日乃至更晚开业。 605 双方的妥协方案——11月30日——得到了微弱多数的批准，7个地区支持，5个地区反对。 606

麦卡杜已做了足够多的让步。1914年10月25日周日，他没有顾及会议上的投票，而是宣布所有联邦储备银行都将在11月16日开业。他引用威尔逊总统的话作为不再拖延的最佳理由：设计联邦储备体系就是为了缓解货币紧张局势，若努力保护联邦储备体系不受货币紧张影响，会给这一体系本身带来质疑。” 607

尽管联邦储备体系内部有人设法拖延，麦卡杜确定的11月16日仍被坚持下来。麦卡杜单独提道，纽约联邦储备银行的代表”在一次有些滑稽的交谈中试图推翻自己的决策。 608

纽约联邦储备银行代表：银行没有地库或其他安全地点来储存……黄金。

麦卡杜：纽约有国库分库……可以用那里的地库。

纽约联邦储备银行代表：我们的会计系统尚未准备好……打印表单。

麦卡杜：到11月16日你们肯定可以打印出足够多……

纽约联邦储备银行代表：到那个日期我们的办公室家具还没送到。

麦卡杜：先买几把椅子和松木桌子。

本杰明·斯特朗并不打算让联邦储备体系脱轨。他与其他银行家一样，考虑到“如果联邦储备银行在资源和声誉不足时面临巨大需求，联邦储备体系的整个未来可能会被倾覆”，才试图拖延开业。 609 麦卡杜承认纽约联邦储备银行面临合法资源的短缺。纽约联邦储备银行需要地库，他就安排纽约的国库分库提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

供。[610]需要黄金，他就让纽交所闭市，防止英镑汇率高于4.90美元时黄金外流。他决定开设联邦储备银行，是因为这是他的职责。他认为联邦储备银行未来会成为“防范金融灾难的坚强堡垒”。他还希望，美国的农产品能够尽早扭转形势。麦卡杜的判断不用太长的等待就被时局所证实。

成果

1914年10月26日，外汇市场给了麦卡杜很好的庆祝理由。英镑兑美元的价格在这个纪念性的周一大幅下跌了近1%，也就是他宣布联邦储备银行将在11月16日开业后的第二天。[4]10月28日的《华尔街日报》提到“周一出现3美分的跌幅”，3美分跌幅的t统计值为2.64，也具有统计显著性。此外如图8.1所示，英镑在10月26日的收盘价4.89美元是危机到来后首次跌到黄金出口点之下。《华尔街日报》报道称：如今是自第一次世界大战爆发以来最接近正常的汇率市场条件的时候……英镑汇率降到4.90美元以下的另一个重要影响是自动停止了黄金出口。”[611]

麦卡杜有理由为10月26日庆贺，但当时的新闻报道并没有把外汇市场上的重大变化归功于他在头天晚上宣布联邦储备银行将在11月16日开业。所有的荣誉都授予了10月26日发布的另一条消息。

《纽约时报》的头版标题报道是英国对棉花运输开放海域：汇率随票据大幅贴现而下跌”。[612]文章解释说，英国驻美国大使塞西尔·斯普林-莱斯（Cecil Spring-Rice）爵士在1914年10月26日给美国代理国务卿兰辛（Lansing）发出照会称：亲爱的顾问先生：根据您的请求，我于23日给本国政府发电报询问……他们是否将棉花视作战时禁运品。昨夜我收到来自爱德华·格雷（Edward Grey）爵士的答复，他授权我做出保证，棉花不会被没收。”[613]《纽约时报》接下来称：昨天（10月26日）的外汇市场上出现了对棉花出口开具的票据，按外汇经纪人的说法，这是汇率在此突然下跌的最重要的原因。”[614]无论是《纽约时报》还是《华尔街日报》都没有把麦卡杜关于联邦储备银行开业的消息同外汇市场联系起来。

麦卡杜的战争风险保险局对美元在10月26日的救赎提供了支持。在9月28日开业的这家机构，自棉花被排除出禁运品的清单后步入了新的发展轨迹。《纽约时报》报道说，麦卡杜为发展这个机构提供了“最广泛的宣传”：为了让英国不把棉花作为战时禁运品，他们给英国政府提供了明确的保证……财政部的战争风险保险局正在给美国船只运输的棉花提供慷慨的保险。”[615]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

英国的声明让棉花免于被海关没收，但并未消除战争中的风险。只有战争风险保险局能够帮上忙，它不断开出的保单将促进棉花出口。 616 麦卡杜说：海上保险公司愿意给船只及其货物提供普通海运风险的保险，如撞船和沉没等，但它们拒绝覆盖水雷、鱼雷、被敌方俘获以及其他任何战争风险。” 617 [5]

英国政府的声明给棉花种植者的好处在意想不到的地方也表现出来。按《纽约时报》的说法，据称在棉花现货市场上出现了德国政府指示的现金买盘，德国买家已有几周时间从事小规模的合约交易，但英国政府不干预任何欧洲国家的棉花运输的决定显然刺激了昨天（10月26日）的购买。航运业里的说法是，几条装载这种大宗货品的船只将离开美国南方的港口，驶往意大利和丹麦……其实将转运到德国的纺织厂”。 618

麦卡杜一向推测，解决金融危机将取决于农产品出口，特别是棉花。他在8月14日的会议上就发起了旨在提供“充足的船只将我们的谷物和棉花运到欧洲市场”的行动。他后来说，战争风险保险局给任何可能想到的战争灾害提供保险，鼓励胆小的货船回到海上……自始至终在财务上都很成功”。 619 财政部报告称从1914年9月到1915年底，战争风险保险局给1 200多艘船只提供了保险。 620

图8.1显示了英镑汇率在这一背景下的变动。10月19日周一英镑的价格为4.97美元，即各联邦储备银行的代表齐聚华盛顿开会的前一天。10月24日周六的英镑收盘价为4.935美元，即在英国发表声明的前五天下跌了3.5美分。在此期间没有出现当日价格的显著波动，但《纽约时报》特别注意到，周六有1.5美分的下跌。周日的《纽约时报》称，10月23日周五举行了美国财政部官员同代表英国财政部的乔治·佩什爵士及纽约银行家的会议，有关这次会议的报道，对周六的外汇市场产生了积极影响。华盛顿的消息让金融家感觉已达成的输出8 000万美元来偿还纽约市的到期债务……加上在全国范围内筹集1亿美元黄金池的计划，将足以解决美国的海外债务压力”。 621

周五举行的英国和美国官员的会议没有使10月24日周六的英镑价格显著下跌，从历史标准看0.3%的跌幅太小，但似乎扭转了市场情绪。《纽约时报》在10月25日的正面报道给市场次日对禁运品通报的强力反应做好了准备。英镑汇率在1914年10月16日跌到黄金出口点之下，标志着金融信用之战的转折点。麦卡杜看似可以宣告胜利了。

相反，他仍在等待，并且忧虑不安。

回归常态

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

庆贺胜利应该让麦卡杜放松对纽交所的控制，或者制定出相应的时间表。危机的爆发是以纽交所关闭为标志的。8月1日的《华尔街日报》曾说威尔逊总统“指示财政部长麦卡杜采取所有可能的措施，以确保国家的金融稳定，并支持关闭纽交所”。 [622]

为什么麦卡杜不在10月25日像处理联邦储备银行开业那样，也给纽交所设定一个复市日期？一个月前的《华盛顿邮报》就以这样的标题把两个事件联系了起来：纽交所可能在11月1日重开：等待美联储理事会。” [623]该报纸引用纽交所一位没有透露姓名的董事的话说：如果美联储理事会到那个时间能实现完全运转，开市就不是难以想象的事情。” [624]

最简单的答案是，麦卡杜在1914年8月10日承诺要在10月1日或之前让联邦储备银行开业时，已经冒了风险。 [625]除了批准在7月31日闭市以外，他此前从未公开谈论过纽交所的事务。与联邦储备银行的情况相反，他并没有启动纽交所的法定职责。可是麦卡杜本来可以利用关闭纽交所的同样的影响力来重启纽交所。8月27日的《华尔街日报》观察道：华盛顿方面已传来暗示……认识到应该尽所有努力改善国家货币体系紧张状态……的政府官员认为，重启纽交所并不适合。” [626]

麦卡杜在10月25日对纽交所问题保持缄默，因为紧张状态并未消失。英镑在前一天的收盘价仍高于黄金出口点。即使在10月26日英镑价格跌到这个魔力水平之下后，麦卡杜依旧担心不能维持下去。事实确实如此。两天之后，英镑价格又抬升到4.90美元之上，而且没有再回落。英镑回到黄金出口点水平之上，重新带来了保罗·沃伯格与本杰明·斯特朗所担忧的风险。纽约联邦储备银行行长向美联储理事会主席转述了自己的忧虑。

在10月31日的美联储理事会会议上，斯特朗再次提到对银行能否维持新的货币与黄金可兑换性的怀疑：联邦储备银行不能有效保证在未来提供黄金。如果联邦储备体系得以成功建立，它们是能够保证的，但不会同意去保证。” [627]斯特朗怀疑麦卡杜刚宣布的11月16日的时间表能否带来积极效果。他在11月2日的一份备忘录中写道：必须牢记，在纽约联邦储备银行开业的时候对于银行能得到多少黄金是没有把握的。” [628]斯特朗要求继续关闭纽交所，以作为一道安全网。他在同一份备忘录中提道：直至……商业环境得到调整，英镑汇率转向对我们有利，有关开放纽交所作为自由的美国证券交易市场的任何讨论……都为时过早。” [629]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

否决业界对于联邦储备银行应何时开业的共识，已经让麦卡杜搭上了信誉风险。他这次不能再忽视斯特朗的警告，也不愿意忽视。10月的黄金出口总额达4 440万美元，是1900年以来的最大月度流出。 630 麦卡杜知道转向新的货币体系的基本风险：整个体系是新的、未经尝试的，我们在处理实验配方，其原则在之前只存在于理论上，却将被用于最现实的测试。” 631 麦卡杜把关闭纽交所当作自己的保险对策。11月7日的《华尔街日报》援引他的话称：重启纽交所需要的首要条件是恢复国际上的信心，在我看来，这差不多已经完成了。”差不多的意思是还没有完全做到。

不到一周后，外汇市场出现了危机结束的信号。11月11日的英镑汇率降到黄金出口点以下，收盘于4.893 8美元。次日，英镑又下跌了2.5美分，降至4.867 85美元，坚定了对汇率将维持在黄金出口点之下的信心。《华尔街日报》报道说：外汇市场令人激动地明显打破了……通常认为4.90美元的现行黄金出口的基准线，目前的汇率水平是宣战以来市场触及的最低点，标志着回归正常状态。” 632 11月12日的英镑汇率明显下跌并未伴随着特殊的新闻报道，但《华尔街日报》注意到因为对交战国的出口而创造出来的大量信贷供给，是局势得以改善的主要因素”。 633 图8.1表明，直到当年年底，英镑汇率一直保持在黄金出口点以下。

在1914年11月16日联邦储备银行开业那天，英镑汇率为4.878 75美元，已经在黄金出口点之下停留了近一周时间。商业银行提供了2.45亿美元的注册资本金以及80%以上的法定黄金和黄金券准备金。 634 美联储的激励计划——给黄金运输支付费用——完美地发挥了效用。外汇市场已不再蛊惑各商业银行拒绝中央银行的黄金需求。那么沃伯格和斯特朗的过度担心错了吗？如果联邦储备银行在英镑汇率存在溢价时早点开业，结果很可能会大不相同。

推迟联邦储备银行开业对保护联邦储备体系而言是否真正必需？当时在哈佛大学的危机研究专家斯普拉格是这样总结的：新的联邦储备银行没有如最早预期的那样在6月或7月开业，或许是幸运的。尽管这些银行能起作用，却很难维持正常的业务。局部的失败有可能损害对新体系的信心。无须赘述，要让联邦储备体系发挥原本设计的功能，这样的信心是不可或缺的。” 635

纽交所利用了形势的好转。11月28日，纽交所大厅重新启动了债券交易。 636 没有“国际属性”的股票在12月12日开始交易 637 ，到12月15日，所有股票的交易都恢复了。 638

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1914年11月11日是美国金融信誉的转折点，对美元的低估永久性地消失了。在短短几个月内，美国将对英国作为世界金融超级大国的地位发起挑战。

[1] 沃伯格认为，这是《奥尔德里奇-弗里兰法案》中最重要的段落（Warburg，1930，第23页）。

[2] 沃伯格担心《联邦储备法案》中有关黄金的规定，乔治·佩什爵士的影响加剧了这一担心，佩什是Statist杂志的编辑和英国财政部顾问。沃伯格曾在1913年12月给佩什送去《联邦储备法案》的复印件，然后在1914年1月8日收到佩什的回复（*Papers of Paul Warburg*，box 1，Yale University），其中说道：我最感到怀疑的条款是针对纸币流通的黄金储备……如果发现只有少部分纸币有黄金作为保证，可能导致严重的不安，并使纸币的黄金保证都被提走。”

[3] 哈姆林在他的日记中记载了这次事件（vol.2，1914年10月10日，第172页，Library of Congress）。关于麦卡杜向委员会宣读的总统信件，在麦卡杜的文件和威尔逊的文稿中均无记载。麦卡杜向理事会发表了讲话，但他到底宣读的是什么内容并不清楚。

[4] 英镑在10月24日周六的收盘价是4.935美元（参见《华尔街日报》1914年10月26日第8版），10月26日周一的收盘价是4.89美元（《华尔街日报》1914年10月27日第1版），下跌了0.911%。1914年8月8日到1914年12月31日的英镑美元价格回报率的标准差为每日0.23%。-0.911% 的回报率的t统计值为3.96，在普通置信水平上有统计显著性。

[5] Wilkins（2004，第15页）认为，战争风险保险局必须补上“给美国的船只及其货物面临的战争风险提供充足保险的缺口”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章
一个金融超级大国的诞生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

按照凯恩斯的说法，英国是用英镑来统治世界金融的。他在大战爆发时说：其他国家一直把很大一部分最终货币储备存放在伦敦……这不仅有利可图，还会极大地提升伦敦作为货币中心的地位……该地位的存在直接取决于伦敦有充分的信心随时满足货币需求……这一信心在过去是伦敦同巴黎或柏林的最重要区别之一……除非有极其重大的原因，这一信心不应受到威胁……暂停现金支付的后果非常严重。” 639

英镑在1914年不只是一种储备货币，它还是国际交易的工具，以及企业之间进行最终结算的手段。[1]费城的一家连锁杂货店“顶点咖啡茶叶公司”（Acme Coffee and Tea Company）要给来自中国的茶叶付款，只需指示伦敦的银行家把英镑汇到中国出口商的账户即可。

凯恩斯崇敬英镑作为国际货币的作用，这让他建议维持英镑对黄金的可兑换性。他担心，如果英镑不再被视为可靠的价值储存手段，各国就不会用它来结算相互的贸易往来。凯恩斯认为，伦敦的未来地位”取决于英镑继续作为黄金的等价物来为商业世界服务。 640

伦敦作为全球金融界的霸主，所提供的不只是一流的货币。英国人还有额外的资本用于投资，有银行业的专业技能给新发行的证券做定价和销售。与凯恩斯一起在1914年担任英国财政部顾问的乔治·佩什爵士报告说，1908—1910年有50个国家的发行人在伦敦城销售证券，筹集的资金总额达2.88亿英镑。 641 其中以美国为首，发行额度超过7 300万英镑。此外，英国的各殖民地又发行了2.28亿英镑的证券，最多的加拿大达到1.01亿英镑。 642 佩什对英国资金的作用做了如下总结：英国给各个殖民地和外国提供的大量资本……显示英国通过给其他国家提供便利的资金，以推动铁路建设、采矿和各种类型的自然财富生产，在开发全球的自然资源方面发挥着巨大的影响力。” 643

两个主要特征——英镑作为国际货币与伦敦作为全球贷款人——使英国在1914年占据着世界金融王者的宝座。当时的国际贸易采用英镑（今天是美元）作为结算币种，全球的借款人都来到伦敦城（今天是华尔街）筹资。英镑作为国际贸易媒介的作用令其与众不同。重复

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易所节省的成本，让单一币种统治了全球的商业领域。 644 根深蒂固的支付习惯使英镑在国际贸易中的王座难以撼动。 645

巴黎和柏林或许觊觎过伦敦在世界金融中的统治地位，却没有人把纽约视为真正的竞争对手。 646 华尔街甚至不在凯恩斯的替补名单内。战前，纽约和美元对英国的货币霸权毫无威胁。 647

麦卡杜改变了一切。大战爆发时，他与英国一样坚守住了美国的黄金兑换承诺，并把美国变成国际金融王冠的有力争夺者。

早先的希望破灭

在20世纪的最初几年中，美国人是通过下曼哈顿区的狭窄街道来看待世界金融的。1900年8—9月，来自德国、瑞典和英国的外国政府债券一阵风似的在纽约发售，促使《华尔街日报》在当年9月15日报道称：库恩雷波公司和其他机构宣布承接2 000万美元的德国贷款（以马克为面值），进一步证明了美国在列强中获得的新地位……与这些外国贷款有关的最重要因素或许是，美国的剩余财富出口似乎正在打开。” 648

英国人为布尔战争反复融资表明，美国已经进入了主要金融联盟。英国财政部于1900年8月到1902年4月在华尔街用英镑面值的债券筹集了近1.5亿美元。 649 摩根银行与罗斯柴尔德银行和巴林银行一起充当承销商，当时的老摩根传记作家卡尔·霍维（Carl Hovey）评论说，承销非常成功……这笔交易让美国首次跻身世界金融强国的行列”。 650

在1902年4月给英国提供贷款后两年，美国又帮助日本帝国政府打赢了同俄国的战争。雅各布·希夫的库恩雷波公司同汇丰银行和伦敦帕尔银行（Parr's Bank of London）一起主持了承销业务。 651 库恩雷波公司把1 000万英镑总发行额的半数销售给了美国投资者。

为欧洲和亚洲国家的政府筹集资金，让美国资本市场赢得了更多尊敬。 652 国务卿约翰·海（John Hay）算得上拉拉队长，他说：债务国已成为主要的债权国，曾经用了几千年光阴才从幼发拉底河转移到泰晤士河与塞纳河的世界金融中心，如今似乎在朝夕之间就要传递给哈得孙河。” 653 国务卿的这份富有诗意却不够成熟的宣言，是1902年2月27日在纪念威廉·麦金莱总统去世的国会演讲上发表的。他当时要是知道了后来给日本提供的贷款，或许会把纽约说成是“宇宙的金融中心”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在1904—1914年发生了什么事情，使凯恩斯忽略了美国的威胁呢？简短的回答是1907年。美国的资本把外国政府吸引到华尔街，但美国的银行体系却排斥它们。欧洲人或许想在纽约借钱，但他们肯定不愿意把美元作为国际上的交易媒介。美国人可以声称，银行业恐慌是19世纪才有的现象，但是到1907年10月就不行了。斯普拉格在1910年危机研究的经典文献中解释了那次恐慌对美国在全球金融业的影响力造成的后果：伦敦维持了自己的支配地位，因为大家知道在那里借出去的钱可以很快收回。而纽约如果不能对任何尽管不合理却属于合法的现金收回要求做出反应，就无法承担国内货币中心的责任，更不用说成为未来的国际中心了。” 654

美国早先要成为金融大国的基础还较为薄弱，这本是很明显的。瑞典、德国和英国的政府要利用美国资本，但无须用美元面值的债券去讨好美国公众。 [2]——英国的债券用英镑计价，德国的债券用马克计价。 655——瑞典的债券用瑞典克朗和其他各种主要货币计价，包括英镑、马克和法国法郎，唯独没有美元。 656——日本在1904年发行的债券是以英镑计价的，还款则用美元，汇率固定在每英镑4.87美元。 657

在第一次世界大战之前，美元没有发挥国际货币的作用。凯恩斯也就有充分理由无视美国对世界金融领导权的要求。

转变

1914年8月爆发的大战凸显出美国的货币脆弱性。黄金外流加上在欧洲发行的债务到期，考验着美国的支付能力。美元在外汇市场上的贬值，反映了信用的损失程度。 [3]——在1907年困局后的第七年如果再次停止还款，可能彻底毁掉美国的国际金融梦想。

但某些金融家意识到，美国如果能克服第一次世界大战带来的威胁，则有可能实现货币领域的一次政变夺权。当时除英国以外的全球所有国家都停止了黄金付款，如果美国能够像英国那样，以金融超级大国的姿态维持对黄金兑换的承诺，就能实现重大跨越。

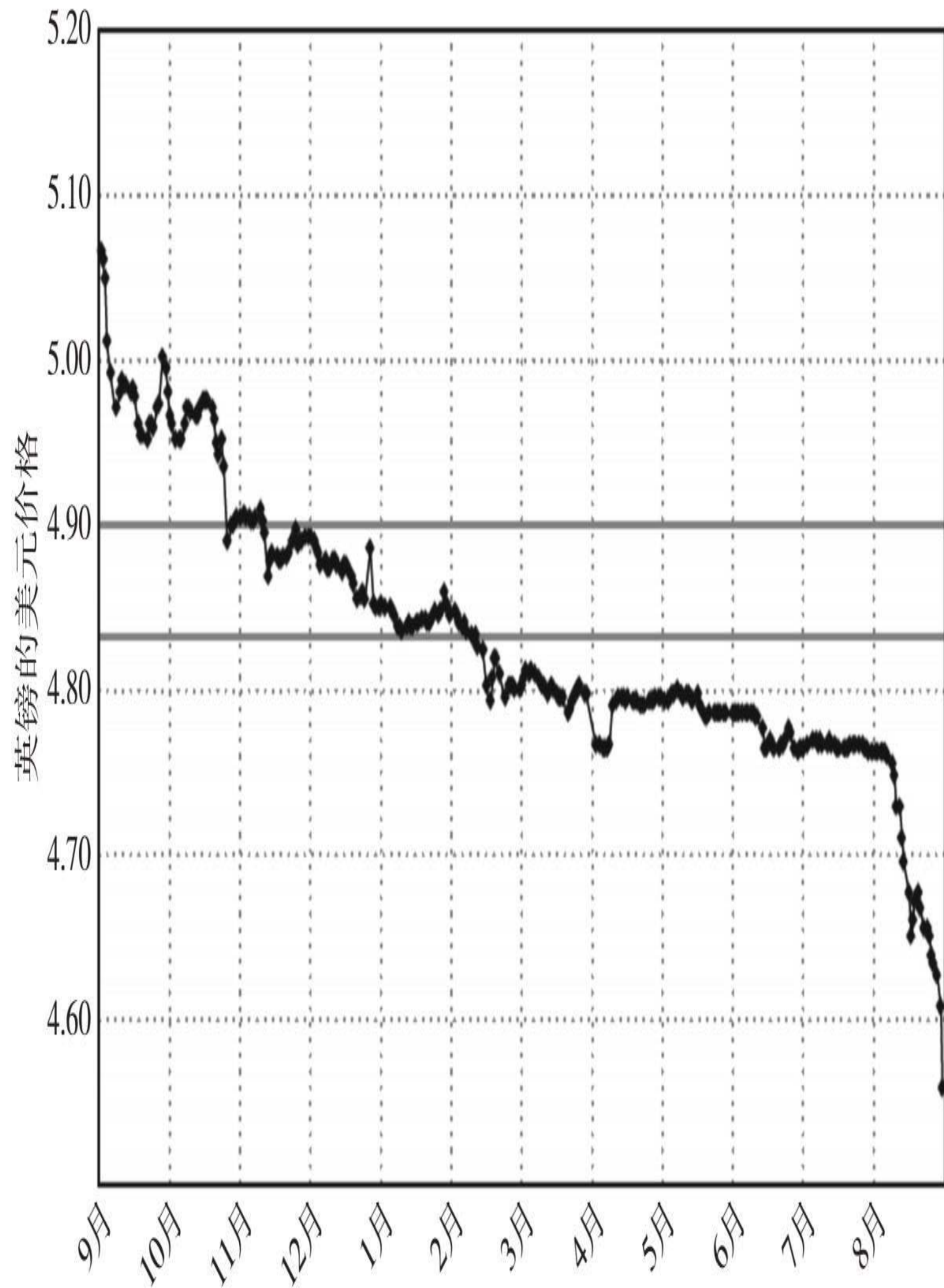
1914年8月，当外汇市场一片混乱时，来自波士顿的一位投资银行家亨利·希金森就给威尔逊总统致信：如果我们愿意，也是可以取代英国的地位的，但必须有勇气、不患得患失、脚踏实地，并迅速偿还全部债务，才能让我们获得这种力量。” 658——希金森建议，政府应该给美国的银行家提供偿还在欧洲发行的到期债务所必需的黄金”，并“继续关闭纽交所”。 659——威尔逊在8月22日把这封信转交给了麦卡杜。 660

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在收到希金森的信件之前，麦卡杜就已经决定在必要时继续关闭纽交所，但他不赞成政府把黄金借给银行家的建议。麦卡杜与小摩根讨论了纽约市的债务问题，并在8月21日接到摩根介绍救助方案大纲的来信，也就是希金森的信转交给他的头一天。661对纽约市的救助将化解最急迫的金融威胁，并塑造美国的良好金融形象。但如果希金森关于“迅速偿还全部债务”的潜在好处言之有理，麦卡杜将有机会把原先的货币灾难变成金融大捷。希金森的来信或许推动了麦卡杜在一周后宣布将在1914年9月4日召开会议，而正是在那次会议上斯特朗和威金提出了黄金池计划。

外汇市场成了美国金融信用度的晴雨表。图9.1显示了英镑汇率在1914年9月1日到1915年8月31日的变化，4.90美元的横线代表美国的黄金出口点，4.833美元的横线代表黄金进口点。[4]1914年9月1日，英镑汇率比4.90美元高出3.4%，像乌云一般笼罩在美元的信用上。然而到10月底，天空已经放晴，大部分英镑溢价消失。662市场参与者感受到了金融中心的转移。到1914年10月27日，财政部长赏识的担保信托公司外汇市场专家麦克斯·梅声称：形势令人鼓舞，目前最激动人心的迹象之一是南美洲、中国和日本正越来越多地直接到美国市场开具汇票，而不是去伦敦。”663

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图9.1 1914年9月1日到1915年8月31日英镑汇率
资料来源：《华尔街日报》。

英镑作为国际货币的地位意味着这些国家相互间的贸易结算采用英镑。从美国进口汽车的日本企业给福特汽车公司支付的是罗斯柴尔德银行开出的英镑汇票，进口日本玩具的美国企业也用类似的办法。但麦克斯·梅观察到伦敦的汇票不再是每一笔交易的核心了，日本已经开始直接在纽约开票。

英国也感受到这一剧变。《纽约时报》在11月1日报道：英国不会有让美国企业立刻偿还当期和累积债务的要求……因为贸易往来对美国有利……而且只需要几周时间，就可以不考虑出口黄金的必要性。”[664]一周后的《华盛顿邮报》援引某位英国财政部官员对美国作为世界资本潜在来源地的评论：乔治·佩什爵士在华盛顿的会议中……谨慎但乐观地谈到这一机遇目前已来到美国眼前……据报道，他已对共同参会的某些人暗示，我们已经有实力筹集足够多的新资本，在数年时间里成为主要的资金贷出人。”[665]

为纽约市偿付在伦敦发行的债务的银行辛迪加于1914年11月9日运送出了最后一批黄金。[666]11月11日，英镑跌至黄金出口点以下，一天后又大幅下挫0.5%。[667]这一转变受到《华尔街日报》的关注：目前的共识是，对外汇的超常需求的主力……已经瓦解。”[668]

美元贬值在1914年11月11日（第一次世界大战结束整整4年前）消失，拉开了美国夺取国际金融领导地位的序幕。美国坚持在金本位制度下偿还自己的债务，承受住了对美元信用的攻击。威廉·麦卡杜避免了可能令美国雄心破灭的1907年事件的重演。全世界也开始注意到，如麦克斯·梅所言，美元已经在国际贸易媒介中取得了一席之地。

1915年2月证实了美元的羽化。图9.1显示，在当月中期，英镑汇率跌破汇率中间带的下限。由于英国拒绝允许无限制黄金出口，尽管仍与黄金挂钩，英镑汇率还是降至黄金进口点之下。[5]《华尔街日报》这样描述两大货币之间的角色互换：在6个月时间里，外汇汇率从接近最高点降到目前从未有过的最低点。也就是说，对英镑的需求价格从6.50美元下降到了4.79美元。”[669]该报纸给出的解释是：某些国际银行机构非常直率地表示，汇率被打破的部分原因是大洋彼岸的取款，有些人认为从欧洲输出资本到更为安全的美国是明智的做法。”[670]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元取代英镑成了避险货币。

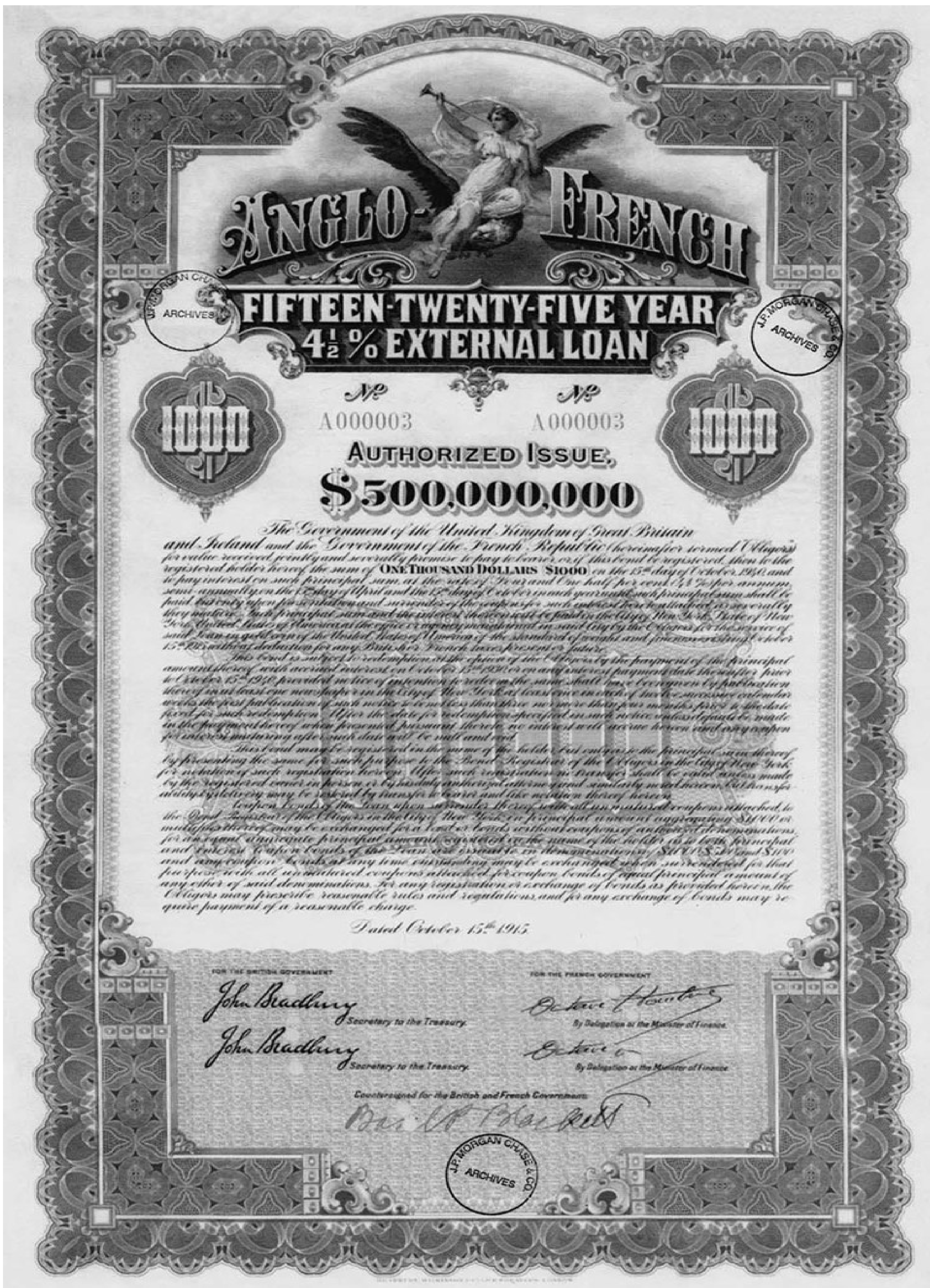
巩固地位

世界各国很快证明了乔治·佩什关于美国将成为“主要货币贷款人”的预言。美国有多余的资本，又不用参加战争，它可以把资金借出来，而不是拿去购买军火。1915年1月5日的媒体报道称：美国北方的加拿大和南方较远处的智利正在面临欧洲战争造成的货币紧张状态，同美国在大战爆发之初的两个月里遭遇和克服的困难大体相当……加拿大目前遇到的主要问题是难以利用伦敦的货币市场造成的……最近美国市场上已销售了近700万美元的加拿大债务票据……完成这笔交易的轻松程度表明……我们今后可以在很大幅度上取代伦敦为加拿大提供资金……智利也用光了在伦敦的信用额度……必须转向其他地方寻求帮助，理应是美国。” 671

加拿大和南美洲是美国资本的天然输出口。在加拿大获得贷款3天后，阿根廷从华尔街的一个财团那里借走1 500万美元。媒体注意到，多年以来阿根廷一直习惯于到伦敦筹集资本”。 672 美国在两个月后成为真正的世界金融家，瑞士在1915年3月访问纽约，并发行了1 500万美元的美元面值债券。 673 相比之下，当瑞典和德国于1900年在纽约发债的时候，它们发行的是瑞典克朗和马克面值的债券。瑞士在1915年3月的融资引来了如下评论“这笔交易是……前所未有的事件，在第一次世界大战之前，瑞士如果需要资金，会到英国或法国去筹集”。 674

在规模和重要性两方面都无可比拟的一笔交易发生在1915年10月，摩根银行为英国和法国发行了5亿美元的债券。 675 这笔英法联合贷款是为美国公众量身定制的，最重要的是，这批证券以100美元、500美元和1 000美元为单位发售，参见图9.2。 676 与英国在世纪之交为布尔战争发售的债券不同，这批证券是以美元而非英镑作为面值，美元已不用再躲在英镑身后了。 [6]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图9.2 1915年10月15日发行的英法联合贷款的1 000美元票据
资料来源：纽约摩根大通银行档案馆。

美国作为国际货币贷款人的新角色与英国的历史相比颇为出色。从1915年1月1日到1917年4月5日，也就是美国对德国宣战那天，以政府为主的外国实体在纽约共发行了26亿美元的美元面值证券。[677]而1908—1919年，包括英国殖民地在内的外国发行人在伦敦发行的证券总额为5.16亿英镑（约为25亿美元）。[678]

然而，只有在美元成为成熟的国际贸易媒介后，美国才可能真正加冕世界金融的王冠。英国对国际金融的统治有两方面的原因：一是作为全球货币贷款人，二是英镑充当着媒介货币。美元的崛起还将受到根深蒂固的支付习惯的抵制。

海外持有的支持国际贸易往来的美元账户，对美国消费者具有潜在好处。例如巴西人将咖啡运到美国，获得美国人支付的款项，他们通常会用这些现金去购买美国的产品，如汽车或棉花等。但如果巴西人把这些钱存在活期存款之类的账户中，那么美国人在收到咖啡之后，汽车和棉花仍然留在自己手里。金融超级大国可以靠自己发行的货币为生，至少在一段时间内是如此。在20世纪的后半叶美国确实就是这样做的，把美元送到外国永久保存，以填充自己的贸易赤字。

第一次世界大战爆发之际，凯恩斯没有把纽约当成货币中心自有其道理，因为没有人把美元作为国际货币来持有。但是在1915年1月，以“霍兰德”（Holland）这一笔名而著称的金融专栏作家以利沙·爱德华兹（Elisha Jay Edwards）宣告了美元作为国际贸易媒介货币的诞生。[7]

1915年1月18日，华盛顿邮报》报道的标题称霍兰德讲述中国从伦敦市场转向纽约市场：该举动意味着世界金融中心最终从英国首都转到纽约”。[679]文章分析说：中国已经并即将把总额约300万美元的黄金送到美国，这一事实本身并不特殊。通常情况下，它只是一笔交易而已。但有史以来的第一次这类行动……在金融界看来却带有某些极为重要的特征……中国把大量黄金送到美国，以促进本国商人同世界各国的贸易往来。”[680]

霍兰德通过对中国在战前的行为的对比，来分析这个行动的意义：中国及其商人长期以来习惯于在伦敦开设或购买信用……借助这些信用，商人可以开具汇票来支付在伦敦或其他地方的债务。”[681]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

霍兰德最后总结说：以这笔黄金获得的外汇是所谓的美元外汇，也就是说以美元计价。到世界上的大部分外汇以美元而非英镑计价时，人们就会认为全球的货币中心已从伦敦转移到了纽约。” [682]

新西兰和智利也追随中国，在1915年下半年建立了美元外汇账户。正如一位银行家所述，美元已被我们和我们的南美洲客户当作交易媒介，由于英镑市场上的混乱状况，他们不得不接受美元付款…… [683] 虽然伦敦对这一看法存有偏见，但鉴于这显然是当前局势下不可避免的解决方案，我认为反对方的观点是难以成立的”。 [684]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

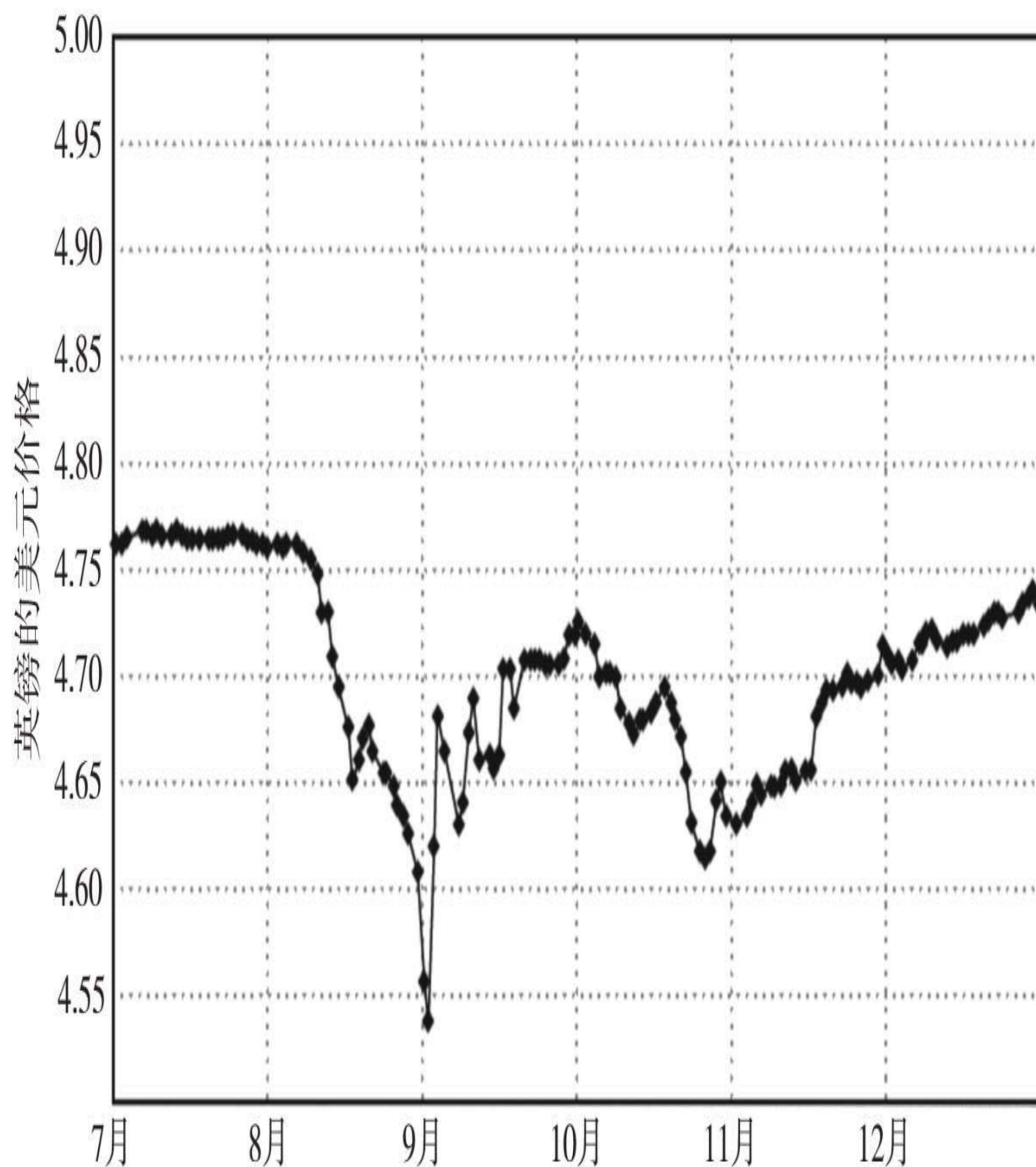


图9.3 1915年7月1日到12月31日英镑汇率
资料来源：《华尔街日报》。

图9.3清楚地说明了1915年下半年“英镑市场上的混乱状况”。英镑的价格从1915年8月1日的4.76美元跌至1915年9月1日的4.54美元，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是近一个世纪以来未曾见过的噩梦般的低谷。685英法联合贷款的前景挽救了英镑在9月的自由下落，1915年10月15日完成的这笔5亿美元贷款，帮助英镑在12月31日回升到了4.73美元。

英镑的脆弱性本有帮助于完成向美元的权力移交，但事实上却没有。美国不得不再用10年与英国共享金融霸权。英镑是如何苟延残喘的？

最后一击

货币是一种社会发明。芝加哥的汽车销售商在出售店里的最新款汽车时接受美元付款，是因为他能拿美元去附近的百货店购买新款的服装。美元纸币本身并无价值，却能成为全体美国人的交易媒介，是因为大家都接受美元付款。686一种物品是如何成为交易媒介的呢？金币和银币能作为交易媒介被接受，因为它们有内在价值，如必要的时候可以当成首饰。[8]香烟在战俘营里能成为交易媒介，因为在需要时它们可以拿出来过瘾。美元纸币之所以有信用，则是由于它们可以兑换成黄金。

某种物品一旦被确立为所有债务的法定支付手段，就能维持国内的交易媒介的地位。它有法律在后面撑腰，就像小镇选举中的在任警长一般。此外，固有的支付习惯会使已经被接受的任何货币都难以被取代。[9]货币价值的波动往往不能使其退出通常的使用领域。美联储纸币自1914年启用以来已损失了超过95%的购买力，并在1933年停止兑换黄金，在1947年和1980年分别出现过两位数的通货膨胀率（使其贬值超过12%），却依旧作为美国的通货维持了近100年的时间。只有恶性通货膨胀会对已经确立的货币体系造成威胁。

国家之间固有的支付习惯使已经确立的国际交易媒介也具有了类似的持久性质，尽管没有法定支付手段的规定。正如普林斯顿大学经济学家保罗·克鲁格曼所述，显然历史是有影响的，一旦某种支付体系被确立，它就会一直持续到付款结构的改变使其难以立足为止”。687国际货币基金组织在1969年创立特别提款权（SDR）作为黄金和美元之外的储备货币。尽管有这样显赫的身世，特别提款权却从未取得成功。[10]

从第一次世界大战开始，美国成为全世界的货币贷款人，这并不令人吃惊，但它还需要更多时间来取代英镑作为国际货币的地位。美元的信用增强仍不能摧毁英镑作为牢固的世纪传统的优势。还有，英镑支持英国同其所辖殖民地之间的贸易，这在英联邦国家内部给英镑带来了特权。[11]美国则没有自己的帝国来支持美元发挥作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1918年11月30日，第一次世界大战停战三周后，美国熔炼与精炼公司（American Smelting & Refining Company）的董事及1915年曾在智利推广美元交易的利奥波德·弗雷德里克（Leopold Fredrick）承认英镑的统治地位。[688]他说：人们普遍认为纽约如今已成为世界金融中心，我们已经成功夺取了伦敦的地位。但在一番详细调查后我发现……只有在谈及美国对协约国的贷款时，才可以说金融中心转移到了纽约；如果把全球的进出口融资都考虑进来，伦敦依旧是不可比拟的。”[689]弗雷德里克深入调查了伦敦的交易商，发现他们当时有大约5亿美元英镑计价的外贸承兑余额，而纽约的交易商只有2.1亿美元美元计价的外贸承兑余额。[690]

有人已经预见到伦敦的地位会维持下去。小摩根在1915年参与英法联合贷款的谈判中观察道：大战结束时你会发现美国又会大致像以前一样，利用欧洲的货币市场作为清算所。”[691]1916年初，波士顿新闻局（Boston News Bureau）的业主和未来的《巴伦周刊》（*Barron's*）的创办人克拉伦斯·巴伦（Clarence W.Barron）指出：美国银行业的未来究竟何去何从仍有待观察。无可否认在战后我们必须准备好来自欧洲银行业的激烈竞争，尤其是因自己的世界银行家声誉而善妒的英国。英镑此前一直占据支配地位，但我们的银行家必将在对外贸易中为美元外汇找到一席之地，我们已经在南美洲开了个好头，不过战后会迎来真正的竞争。”[692]

巴伦对英国会带有妒意地维护其金融霸权的预言完全应验了。作为战后计划的一部分，英国政府任命了一个“战后货币与外汇委员会”，由英格兰银行行长坎利夫爵士（Lord Cunliffe）担任主席。坎利夫委员会在1918年8月的第一个中期报告就明确无疑地强调了英国在战后坚持金本位制的重要性：我们认为在战后应该立即恢复维持有效的金本位制所必须具备的各种条件。除非这一机制……再次发挥作用，信贷的持续扩张可能导致黄金外流，严重威胁到我们的纸币的可兑换性，并终结英国在国际贸易中的特殊地位。”[693]

大战结束后不到6个月，英国在前进之前却后撤了一大步。1919年4月1日，英国政府暂停了对金本位的名义捆绑。[694]战争期间大部分时候英国财政部所坚持的4.76美元的英镑价格，到1920年2月跌至3.30美元。[695]英镑账户持有人在不到一年时间里损失了30%。《华尔街日报》看到了这个损害，也发现英镑作为国际交易媒介的持续性：许多棉花商人损失惨重，英镑价格从4.60美元左右跌到目前的低水平，而他们的托运合同是以英镑计价的。”[696]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在某些情况下，货币的不稳定会颠覆过去养成的支付习惯。为什么英镑会拒绝退出历史舞台？

纽约没能打出最后一击，因为坎利夫委员会已向世界确保英国会继续保持对黄金兑换的承诺。1919年4月1日的暂停捆绑被视为一种战术撤退，可以在解决战争时期的通货膨胀的影响后，给英国重返之前对美元的4.866 5的平价铺平道路。英国有坚持的传统。在1920—1944年担任英格兰银行行长的蒙塔古·诺曼（Montagu Norman）说，若不能恢复黄金可兑换将意味着“世界的金融中心永远地从伦敦转移到纽约”。[697]

6年后的1925年4月28日，英国巩固了其货币信用度并恢复了金本位制，但英镑已经遭受了不可挽回的损失。

赢家是……

在最终决定做出前一年，英国为重返金本位制的准备就已经启动。1924年春，英国任命了一个委员会来设计货币计划，由前任财政大臣、奥斯丁·张伯伦爵士（Austen Chamberlain）任主席，之后由战时的财政部常务秘书约翰·布拉德伯里爵士（John Bradbury）接任。[698]1924年6月27日，第一位出席张伯伦-布拉德伯里委员会的证人、英格兰银行行长诺曼毫不迟疑地表示英镑的地位在下降，他说，我在世界很多地方看到英镑退缩，这是重返金本位制的重要理由”。[699]英格兰银行的一位董事，查尔斯·阿迪斯爵士（Charles Addis）在诺曼之后做证，认为恢复金本位制将有助于“伦敦回到以前作为世界金融中心的地位”。[700]

但英国恢复金本位制没有实现预期的目标。1925年3月26日，也就是英镑回到4.866 5美元的平价前一个月，华尔街日报》的报道称：华尔街货币市场的一个主要特征是，世界贸易中有很大份额是通过美国的承兑市场来融资。美元信用已经在全球所有商业中心牢固地树立起来……美国货币得到越来越多应用的基本原因是美元的稳定性，以及在需要时完全可以兑换黄金……英镑返回平价水平，以及在伦敦完全恢复自由黄金市场，不会给美国承兑市场的稳健发展造成丝毫的负面影响。”[701]《华尔街日报》在3年后这样评价：虽然没有确切数据显示伦敦市场的票据规模，但有可靠的估计认为，现有的美元承兑规模即使没有超过英国市场上的英镑汇票，也已非常接近了。”[702]

信用增强的美元最终取代了英镑作为支配性的国际交易媒介的地位。美国对黄金兑换的承诺已经产生了重大的收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20世纪20年代后期见证了美国的崛起。纽约超过伦敦，成为世界货币贷款人。英国回归金本位制的3年时间提供了比较的基准。1926—1928年，外国人在美国发行了总计40亿美元的证券，几乎是在英国筹资数额的两倍。 703

在美国借款的政府包括比利时王国（5 000万美元）、加拿大自治领（4 000万美元）、智利共和国（3 600万美元）、德国巴伐利亚州（2 000万美元）、澳大利亚联邦（4 000万美元）、东京市（2 000万美元）等。 704 纽约已成为全球的主要货币贷款人，用英国人的方式在世界各地撒钱以促进经济发展。到1928年底美元已超过英镑成为国际交易中的首选货币。 705

英国和美国依然在金融战场上角力，直至第二次世界大战彻底粉碎了英国的大国幻影。在20世纪后半叶，美元把英镑完全挤到了边缘。1914年夏天对美元的命运有多重要？第二次世界大战的财政负担与大英帝国的衰退或许注定了英镑的退位，但如果麦卡杜在第一次世界大战爆发之初没能维护好美国的金融信誉，20世纪20年代甚至30年代仍可能会出现非常不同的轨迹。

可能发生的场景

伦敦对世界金融的统治始于1870年8月12日普法战争期间。 706 按1873年撰写的中央银行手册《朗伯德街》（*Lombard Street*）的作者白芝浩的说法，法兰西银行停止铸币支付是转折点的标志：当时的所有重要团体有时都必须支付大笔现金，为此需要在某个地方有很大的仓库。以前在欧洲有两个这样的仓库，法兰西银行和英格兰银行。可是在法兰西银行停止铸币支付后，它作为铸币仓库的作用随之停止……而伦敦则成为欧洲货币交易的唯一大清算所，之前的两立之势不复存在。而且这一特殊地位或许还将由伦敦保持下去。” 707

白芝浩正确地预言了伦敦的胜利，但法兰西银行似乎不该得到那样的判决。一个国家在战争时期暂停铸币支付，但只要在危机过去后重新承担起义务，是可以得到资本市场谅解的。 708 那么白芝浩的结论是由何而来的呢？他认为金融超级大国必须满足更高的标准，法兰西银行的票据……并未贬值到扰乱日常交易的地步，然而无论是多小的贬值……都足以扰乱外汇市场交易”。 709 打算让货币成为国际交易媒介的国家不能向泛泛之辈看齐，而必须培养超级信誉。 [12]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

凯恩斯在大战爆发之际对英国维持黄金兑换承诺的建议与之所见略同：伦敦作为货币中心的地位……将直接取决于人们对它满足资金需要的坚定准备的十足信心。” 710 在1917年的《放弃金本位制的可能后果的备忘录》中，他重申了这一立场：没有人会把款项放到这里，除非他们在需要的时候能自由地拿走款项。这就是银行业的本质，停止付款的银行不会再收到新的存款。伦敦市自美国南北战争以来的地位不但会受到冲击，而且我们还将为应急而扔掉这项关键的金融资产。” 711

第一次世界大战的影响以及1919年4月在金本位制上的战术撤退改变了凯恩斯的想法。他反对在1925年恢复英镑平价，因为除其他问题外，这会在外汇市场上高估英镑的价值。 712 按照战前4.866 5美元的汇率，英国的商品价格会过分昂贵，因为英国的物价在战争期间比美国上升更快。所以恢复过去的平价水平，会导致英国的进口长期超过出口。凯恩斯还感到，只是为了重夺世界金融的头号宝座而套上金本位制的紧身衣存在危险。在查尔斯·阿迪斯爵士为张伯伦-布拉德伯里委员会做证支持恢复黄金兑换之后，他给阿迪斯写信说：你那么确信伦敦和纽约市场的僵硬捆绑总是好事吗？纽约货币市场的规模同我们的关系，与战前以及联邦储备银行成立前的情况已完全不同……你确定自己想让伦敦随时成为可以提前一天通知就可撤走的、无限制的廉价美国货币的倾销场所吗？” 713

新建立的世界金融格局损害了英国重返金本位制的收益。凯恩斯在1925年就判断出，争夺金融霸权的战斗代价过高了。

美国自第一次世界大战以来已经做好篡夺货币王冠的准备。战争把美国从债务国变成债权国，但富余的资本本身不会带来货币霸权，沙特从20世纪70年代以来就用石油美元来支撑美国的贸易赤字——石油价格翻了两番所致。但没有人认为利雅得将超过纽约成为世界金融之都。另外，英国并不需要过多的资本来夺回世界首席贷款人的地位，像银行和保险公司这类金融机构是通过动员其他人的储蓄来提供贷款，在此过程中很少用到自己的资金。英国的金融机构和专业人才也是在做同样的事情。

美国并不能仅靠资本就买到足以挑战英镑国际货币地位的信用，只有金本位制能够办到。麦卡杜通过维持对黄金的信誉，为美元铺平了取代英镑国际货币地位的道路。亚历山大·诺耶斯——时任《纽约时报》财经版编辑——认识到了麦卡杜行动的影响：在世界所有其他国家暂停黄金付款并不可避免地实行货币贬值的背景下，维持黄金付款这一决定的重要性再怎么夸大也不过分。完全可以说，在金融史上，美国在8月份那两三周是站在抉择的路口。这一果敢的决定……与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

欧洲陷入战争一样……对美国后来的金融实力和特殊地位关系深远……几乎是在顷刻之间，就使纽约成为世界的金融中心。” 714

美国联邦储备体系帮助美国夺取了英国的金融霸权。新的货币体系承诺给美国的银行提供保护，以避免南北战争以来的历次危机重演。联邦储备银行还促进了承兑市场的发展，从而推广了美元外汇的使用。 715 保罗·沃伯格大力支持中央银行发挥影响：联邦储备银行开业那天将标志着我们的金融独立的到来。” 716 当然联邦储备体系这个新生儿还需要哺育才能学会立足。麦卡杜在1914年11月11日，也就是联邦储备银行开业前4天采取的措施恢复了美元的信誉。如果没有这个信誉，新的货币体系或许还需要多年时间才能推动美国在国际金融领域的进军。

美国在1914年8月获得了与英国比肩的尊崇地位。在1917年美国加入第一次世界大战时实施的黄金出口禁运没有阻碍美元的前进步伐。 [13] 美国已经赢得了在最艰难的环境下坚持偿还自己债务的声誉，与英国人一样把黄金列入战争禁运品不会带来其他影响。

如果在大战爆发之初放弃金本位制，历史会被改写吗？1914年暂停黄金兑换将是美国在7年中的第二次金融恐慌，可能成为决定性的挫败，就像在重量级拳击赛上让挑战者功败垂成的两记重拳。英国即使受到冲击，也可能会轻松保留国际金融王者的地位，直到第二次世界大战为止。这差点成为事实。

第一次世界大战爆发之际，有些银行家希望暂停用黄金支付美国债务的承诺。传闻一位官员在8月2日称：我们不主张让欧洲人用纸张来换取美国的黄金，如果他们拒绝用铸币偿还美国的票据，那我们只能用同样的办法来支付欧洲的票据。” 717 《商业与金融纪事报》的社论支持采取上述措施：长话短说，欧洲事实上已经暂停了黄金支付，只要这种状况继续下去，我们就完全不应该牺牲自己的储备，把黄金扔到欧洲的无底洞里去。” 718

威廉·布赖恩担任国务卿，给有关威尔逊总统的内阁讨论过此事的报道增加了可信度。他在1896年民主党全国大会上的“黄金十字架”演讲中抨击过贵金属的作用。 719 美联储理事会的理事查尔斯·哈姆林在1914年8月28日的日记中曾记述：麦卡杜出席理事会并表示，我们应该认真考虑美国暂停黄金支付的合理性了”。 720 哈姆林的评论是：他没有说这已经在内阁会议上进行了讨论，但从他的态度上看是不言而喻的。” 721

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果威尔逊容许布赖恩的观点占据上风，美国可能会和世界其他国家一起——英国除外——拒绝用黄金付款。战后所有人都会原谅美国，但他们或许不会像信任英国那样相信美国有货币超级大国的风范。英镑会如小摩根猜想的那样，在战后基本上重拾其支配地位。英格兰银行行长蒙塔古·诺曼或许不会担心“世界的金融中心将永久性地从伦敦转移到纽约”。凯恩斯的看法或许会占据上风，英国或许不会有多少压力要在1925年恢复金本位制。

凯恩斯不主张在1925年恢复英镑的金本位制，但他的意见主要是应有耐心。他曾出席张伯伦-布拉德伯里委员会评估英国重返金本位制计划的听证会。1924年7月11日的听证中，奥斯丁·张伯伦爵士问他：我们不应该试图恢复主权货币过去的平价，这是不是你的核心观点之一？”凯恩斯答复说：不，这不是我的核心观点。我相信自己主张的政策——维持价格稳定——几乎肯定会得出恢复主权货币平价的结论，因为很难相信美国的价格会逐步上升……我反对急躁冒进，但我认为如果我们专注实施价格稳定政策，则完全有可能靠近恢复黄金平价的位置。” 722

凯恩斯的观点在该委员会里找到了支持者。张伯伦出任外交部长后接任委员会主席的约翰·布拉德伯里爵士在凯恩斯做证的几天后写道：麦肯纳（前财政大臣）和凯恩斯的观点让我深受触动，以压制国内价格为代价、使英镑汇率恢复平价的政策或许并不明智……我当前的感觉是，应该支持旨在把汇率维持在4.40美元左右的信贷政策……再返回到平价。” 723

如果英国等待下去，放弃在1925年强制英镑回到4.866 5美元汇率的计划，或许就再也不可能重返金本位制了。在重返黄金平价不到5年后，1929年10月的大崩溃到来。英国曾在1797年的拿破仑战争期间暂停黄金兑换，过了二十多年才恢复正常。如果没有黄金兑换的限制，导致1929年大崩溃的过度投机或许会同样发挥作用，但货币主管机构可能有更大的自由度采取应对措施，大萧条的时间也可能会短得多。 [14]

英国在1931年9月21日永远放弃金本位制。 724 在英国发表声明后，美国面临外来的黄金需求压力，各国担心它也会暂停黄金可兑换承诺。中央银行的预言家白芝浩曾警告过“内部资金恐慌和对黄金的外来需求”共同作用带来的危险， 725 他说，储备持有者必须同时应对两个相反的病症，一方面要求紧缩措施，另一方面又需要用充足的贷款缓和资金紧张局势”。 726 今天对于白芝浩观点的经典说法是：我们必须首先控制资本外流，把利率提高到必要的水

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平……而在利率已经提高以后，最终的银行储备……持有人必须能够充分地提供贷款。”727

联邦储备体系遵循了白芝浩的教科书的指示。728纽约联邦储备银行在1931年10月9日把贴现利率——它给会员银行的储备金贷款（loans of reserves)的利率——从1.5%提高到2.5%，一周后又提高了1个百分点。729而在当年10月到12月，联邦储备体系给商业银行的储备金贷款额度提升到平均每月6.94亿美元，比此前3个月的月均2.23亿美元大幅增长。730

储备供应的增长遵循了白芝浩的“能够充分地提供贷款”的处方。然而美联储并没有足够快地扩张信贷，尽管储备贷款增加了，货币供应从1931年9月底到1931年12月却下跌了8.8%，留下了年度下跌35%的历史纪录。731

货币供应不足是什么原因导致的？原因之一是，借款利率从1.5%提到3.5%使借款人减少。白芝浩有关应对国内外资金紧张的经典处方没有认识到，中央银行确实可以控制信贷规模或利率水平，但不能同时控制这二者。米尔顿·弗里德曼与安娜·施瓦茨在经典的《美国货币史》中探讨了英国放弃金本位制后美国的利率抬升现象。他们认为，利率上升是因为“流动性危机的反映，以及银行没有意愿或能力从联邦储备体系借入更多资金”。[15]银行缺乏借入资金的意愿应该不算意外，贴现利率的提高压缩了对信贷的需求。

如果英国没有在1925年重返金本位制，也就不需要在1931年9月被迫退出。在此情形下，美国就无须防备其他国家因为担心美国同样会暂停黄金支付而争抢黄金。美联储可能不会在1931年10月提高贴现率，大萧条当时还为时尚早，银行从美联储借款或许不会受到打击。没人知道，如果没有英国和金本位制因素的干扰，萧条可能缩短多长时间。

1914年8月，威廉·麦卡杜面临白芝浩所说的“内部资金恐慌和对黄金的外来需求”的困境。与1931年不同，美国克服了双重危机并挑战了英国的货币霸权。第一次世界大战停战前整整四年的1914年11月11日，见证了美国作为金融超级大国的诞生。

[1] 货币的国际交易媒介功能有时被称为媒介货币，参见Chrystal（1977）。Kindleberger（1967，第4页）把这个术语的发明归功于肯尼迪政府的助理财政部长罗伯特·卢萨（Robert Roosa）。卢萨曾说，我感觉储备货币的职能……已经成为贸易媒介货币职能的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内在组成部分”（Roosa，1966，第5页）。这里只是简单地把英镑称为国际货币。

[2] 有若干文献讨论过跨境债务发行的面值问题：Eichengreen and Hausmann（2005）；Eichengreen，Hausmann and Panizza，The Pain of Original Sin”；Bordo，Meissner and Redish，How Original Sin Was Overcome: The Evolution of External Debt Denominated in Domestic Currencies in the United States and British Dominions”；Flandreau and Sussman，Old Sins: Exchange Clauses and European Foreign Lending in the Nineteenth Century”。

[3] 美元的贬值反映出相比于美元，市场更喜欢黄金或英镑。持续的贬值表明麦克斯·梅这样的外汇交易商难以如愿地经常进行黄金套利（见本书第五章）。

[4] 这里把黄金进口点（即汇率波动带的下限）设定为4.833美元，比4.866 5美元的铸币平价低0.68%，即与4.90美元的上限对称。《经济学人》杂志设定的汇率下限为4.827美元（The Economist，1914年8月1日，第253页）。

[5] 进口美国商品的英国商家永远不会接受低于每英镑4.833美元的汇率，他会把英镑纸币送到英格兰银行，换成1盎司黄金，把黄金运到美国（由此形成黄金进口点），再到美国财政部把黄金兑换成4.866 5美元。在扣除每英镑0.68%的运输费用后，每英镑可以换到4.833美元。英国拒绝用英镑无限制兑换黄金，避免了这种套利行为。

[6] 有关债务面值重要性的讨论，可参见之前注释中提到的多篇论文：Eichengreen，Hausmann and Panizza；Bordo，Meissner and Redish；Flandreau and Sussman in Eichengreen and Hausmann（2005）。

[7] “霍兰德”作为金融专栏作家，从1909年一直活跃到1924年去世（参见《纽约时报》1924年4月27日）。除了在1914年8月到1915年3月短期出现在《华盛顿邮报》以外，他每周都为《华尔街日报》撰写三四篇文章。搜索霍兰德撰写的《华尔街日报》的文章，会发现1909年有74篇，1912年有301篇，1916年有201篇，1920年有156篇，到他去世的1924年仍有39篇。

[8] 奥地利经济学派创始人卡尔·门格尔（Karl Menger，1892，第252页）发现：贵金属成为通行的交易媒介的原因……在于它们远比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其他商品更容易出售……没有哪个居住中心的人……不因为贵金属的用途和美丽而充满渴望与贪求。”

[9] 门格尔说（1892，第249页）：以这种方式，操作和习惯显然促使在任何时候都最容易出售的商品……可以用来换取不容易出售的商品……并且在接受这些最容易出售的商品之初，就有打算把它们再交易出去。”现代的理论则更强调交易成本和规模经济的影响。参见Swoboda（1968），Brunner and Meltzer（1971），Chrystal（1977），Krugman（1980）。

[10] 特别提款权是国际货币基金组织在1969年创立，以支持布雷顿森林固定汇率体系。特别提款权的价值最初确定为与0.888 671克纯金等价，也就是当时1美元的价值。在布雷顿森林体系于1973年崩溃后，特别提款权被重新定义为一篮子货币的价值，今天包括欧元、日元、英镑和美元。按照H.Robert Heller的说法：特别提款权不是非常成功……因为它没有实际的支付功能。”（Mussa、Boughton and Isard，1996，第329页）

[11] 有人罗列了推动一国货币成为国际货币的四个要素：（1）产出和贸易状况，在国际贸易中占有较大份额的国家具有优势；（2）该国的金融市场，较大规模、流动性好的金融市场能加分；（3）对货币价值的信心，币值不应该剧烈波动；（4）网络外部性，已经被接纳的货币具有持续性，即惯性的作用。

[12] 白芝浩的观点忽略了法兰西银行在普法战争之前采纳的金银双本位制。法国在战后是否会放弃双本位制而采用金本位制，不得而知。有关讨论参见Ferguson（1999，第208—209页）和Flandreau（2004）。

[13] 美国在1917年没有脱离金本位制，黄金依然可以在国内自由流通。在黄金禁运规定下，出口则需要许可证，例如下面的案例（《纽约时报》，1917年9月16日第E4版）：日本……在纽约出售俄国卢布以换取黄金。这些交易通常是在伦敦进行，但由于英国的黄金出口禁令，日本人转向美国……日本机构在纽约的代理人H.Hikosaka先生说，‘我不认为威尔逊总统打算干预合法交易，因此我们不会遇到什么麻烦’。”

[14] 有人认为，大萧条是僵硬地坚持已不再适用的金本位制所导致的恶果（Peter Temin，1989）。

[15] 参见Friedman and Schwartz（1963，第319页）。Meltzer（2003，第342页及以后各页）也非常详细地讨论过英国货币

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贬值后引起的反应。他指出，美联储的贷款在危机后增长了10亿美元”，但问题是，与3.5%利率水平对应的美联储信贷余额（商业银行的借款加上在公开市场持有的证券和流通中的票据，再加上其他资产）少于1.5%利率水平可能对应的余额。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结语
危机管控的模板

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无可争议的金融领导权让美国在20世纪最后20年获益。保罗·沃尔克（Paul Volcker）在1979年8月6日出任美联储主席时面临失控的通货膨胀。两个月后的1979年10月，他采取了充满争议的通过控制国家货币供给来防止价格循环攀升的计划。 732 沃尔克坚持价格稳定原则，确立了中央银行作为防止通胀的坚强堡垒的信誉。他的胜利为新一轮经济繁荣奠定了基础。1987年8月11日，艾伦·格林斯潘接任沃尔克的职位，两个月后的1987年10月19日，股票历史上最大的单日暴跌威胁美国金融体系的运转。格林斯潘面对危机迎头而上，承诺在美联储的贴现窗口自由提供借款，以维护国家支付体系的完整。 733 格林斯潘成功避免了1987年暴跌后的经济崩溃，他后来在20世纪90年代的危机管控使美国经济在其任期内维持了稳定。

沃尔克与格林斯潘借鉴了他们在经济领域的丰富阅历。沃尔克在哈佛大学完成了博士论文以外的所有学业，曾担任大通曼哈顿银行以及美国财政部的高级职位。格林斯潘用多年时间成功经营一家经济咨询公司，并从纽约大学商学院获得了博士学位。 [1] 但与经济学素养相比，他们带给中央银行的决断力和主动性同样至关重要。例如美联储在20世纪70年代由阿瑟·伯恩斯（Arthur Burns）执掌时未能控制通胀，就表明仅靠智力是不够的。

在1970年2月1日到1978年1月31日担任美联储理事会主席的阿瑟·伯恩斯，要比沃尔克和格林斯潘懂的经济学多得多。他是商业周期问题的专家，并担任过监控美国经济起落的国民经济研究局的主任。但伯恩斯未能把自己的专业能力转化为行动。按照米尔顿·弗里德曼的说法，在伯恩斯出任美联储理事会主席前的著述中，一个重要题目恰恰是避免通货膨胀。 734 他也知道该如何控制价格，而且说过美联储本可以限制货币供给并制造足够的紧张……以快速结束通胀”。 735 伯恩斯后来拒绝阻止螺旋式通胀，是出于政治代价的顾虑。 [2] 圣路易斯联邦储备银行行长、同为杰出经济学家的威廉·普尔（William Poole）说：大通胀是可以理解的，但并非不可避免。如果有更强的领导力……本可以终止通胀。” 736 伟大的思想家与伟大的领导者的一个重要区别就在于，领导者知道什么时候该开展工作，并且能加以落实。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

麦卡杜没有受过正规的经济学教育。他是律师出身，以企业家为职业。由于担任财政部长，他得以成为美联储理事会的首任主席。在1914年8月的欧洲冲突威胁到美国金融时，中央银行的危机管理工具无一就位。麦卡杜的胜利，部分原因恰恰是他没有能够运转的中央银行。这一缺失迫使麦卡杜即兴发挥，让实用倾向充分起作用。另外他还有落实行动的信心。政治专栏作家沃尔特·利普曼把麦卡杜描述为“不循规蹈矩，而是靠主动进攻在世界上闯出自己道路的人”。 737

麦卡杜的路线图

1914年8月，威廉·麦卡杜面对双重危机——由于第一次世界大战爆发，黄金流向欧洲，加上国内挤兑银行现金——做出迅速反应。推迟联邦储备银行开业让麦卡杜可以采用一项现代的政策原则：对每个政策目标打造一种独立的政策武器。他关闭了纽交所，以阻止黄金外流，并援引《奥尔德里奇-弗里兰法案》来扩大国内的货币供给。这些应急措施防范了美国金融体系的潜在致命失血。未能迅速反应可能招致灾难，斯普拉格就把1907年4天的延误视为决定性的失误。 [3]

麦卡杜从不犹豫。沃尔特·利普曼在媒体上这样夸张地介绍麦卡杜的冲动作风：要说麦卡杜部长某一天在华盛顿从楼上坐电梯下来时就做出了八九个决定……或许不完全是事实，但基本趋势是差不多的。” 738 1914年的危机期间，麦卡杜较好地平衡了果断行事与深思熟虑。

麦卡杜深知，他的应急措施如果长期延续可能损害美国的利益。他的办法是制订一个退出计划以修复基本的经济失衡。麦卡杜认识到，通过促进美国的农产品出口来抵消欧洲人出售美国的证券，可以逆转黄金的外流趋势。因此在1914年8月8日，他召集于下周在财政部开会，以提供“充足的船只把我们的谷物和棉花运送到欧洲市场”。 739 这次财政部会议创设了战争风险保险局。当英国方面在1914年10月26日宣布不再把棉花列入战时禁运品时，已经就位的保险支撑了美元在外汇市场上的救赎。麦卡杜的准备工作把意外事件变成了好运。

退出计划的存在使麦卡杜可以用大刀阔斧的办法来实现危机管控。用麦卡杜自己的话说，大量发行紧急货币可能导致“美利坚合众国被毁掉”。 740 关闭纽交所4个月，使资本市场出现了史上最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长的无舵时期。退出计划则对潜在致命药物的副作用进行了控制，从而鼓励了大胆措施的出台。

麦卡杜在1914年的胜利成为危机管控的模本。他或许会坚持加上医用止血带的操作指示：迅速采取措施制止大出血，修补伤口，然后恢复正常功能。

在任何情况下的犹豫不决可能都是致命的。

[1] 艾伦·格林斯潘是1966年我开设的“货币与收入高级理论”课程的15名学生之一。当时我作为一名23岁的助理教授刚来到纽约大学。格林斯潘则已经是知名的预测师，并拥有自己的汤森德-格林斯潘公司（Townsend-Greenspan & Company），我已不太记得自己讲授的内容，但未来的美联储理事会主席在这门课上的得分是A。

[2] Christina Romer（Federal Reserve Bank of St.Louis Review，2005，第177页）认为，20世纪70年代通胀的根源在于政策制定者采纳了“完全错误的经济学框架”，而不是缺乏政治意愿。但她也承认，政治因素在某些时候确实有所干扰。她说在1976年，当通货膨胀率提高而失业率下降时……伯恩斯采取扩张政策可能是为了让卡特总统再次提名他担任美联储主席。这段时期里推动政策走向的似乎是政治考虑和个人野心，而不是经济学信念”。（Romer and Romer，2004，第142页）

[3] Sprague（1910，第257页）说：未能在周二及早发行清算所贷款凭证是危机中犯下的最严重错误。”周二是指1907年10月22日。按《纽约时报》的报道，纽约清算所是在10月26日周六才宣布，各银行可以用清算所的贷款凭证来偿付其债务（《纽约时报》，1907年10月27日）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注释

1. Lewis（1938，第533页）估算，在1914年6月30日，外国投资者持有的铁路证券价值41亿美元。美国商务部（1975，2，第753页）称截至1914年底，铁路证券的价值总计202亿美元。因此，用41亿美元除以202亿美元得出20.3%。

2. Higginson于1914年8月20日写给Wilson的信，Papers of William G.McAdoo，Library of Congress。

3. Wilson于1914年8月22日写给McAdoo的便条，Papers of William G.McAdoo，Library of Congress。

4. 参见Conant（1915）。

5. 参见《华尔街日报》,1915年1月5日第5版，1月8日第5版，1月18日第8版。

6. Memorandum，1914年8月3日，收录于Keynes（1971，第11页）。

7. 参见Bordo and Rockoff（1996）。

8. 参见Bagehot（1873，第32页）了解类似观点。

9. 有关McAdoo的生平细节来自他的自传Crowded Years（1931）。本书引用其中的内容时会明确标注。

10. McAdoo（1931，第25页）。

11. McAdoo，第31页。

12. McAdoo，第50—53页。

13. 《纽约时报》，1914年8月1日第3版。

14. 关于此次会议的声明发布在《华尔街日报》，1914年8月8日第4版。

15. Noyes（1926，第86—88页）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

16. 参见1924年7月25日凯恩斯写给英格兰银行主管Charles Addis爵士的信，收录于Keynes（1981，第271页）。

17. 参见Eichengreen（1992，第13页）；Kindleberger（1973，第295页）；Temin（1989）及第九章。

18. 参见Taylor（2002，第7页）。

19. 参见Taylor，第8页。

20. Noyes（1926，第86—88页）。

21. 6%的跌幅是12只工业股票指数下跌6.9%和20只铁路股票指数下跌5%的平均值。股价平均值的数据来源于每日的《华尔街日报》。

22. Sprague（1910，第255页）。

23. 《纽约时报》，1914年7月31日第1版。

24. Noble（1915，第87页）。

25. 《纽约时报》，1914年8月1日第1版。

26. Chernow（1990，第125页）。

27. Sprague（1910，第251页）。

28. 《纽约时报》，1914年8月1日第1版。

29. Noble（1915, 第9页）。

30. 《纽约时报》，1914年6月29日第1版。

31. 《纽约时报》，1914年6月30日第1版。

32. Lewis（1938，第533页）估算，在1914年6月30日，外国投资者持有的铁路证券价值41亿美元。请参见注释1了解计算过程。

33. Ferguson对此持类似观点，请参见Ferguson（2006）。

34. 《纽约时报》，1914年7月24日第1版。

35. 《华尔街日报》，1914年7月24日第8版。

36. 《华尔街日报》，1914年7月31日第4版。

37. 1914年8月2日.《纽约时报》在第4版上报道称：据外国证券交易所估算，[上周]欧洲投资者将价值1亿~1.5亿美元的美国股票和债券投放到市场上，而不管它们能带来多少收益。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

38. 《华尔街日报》，1914年8月1日第1版。

39. 《纽约时报》，1914年8月2日第4版。

40. 《纽约时报》。“卖空者”有充分的理由感到担忧。纽交所最终于12月重新开门时，股价上涨了（请参见《华尔街日报》，1914年12月15日第2版）。

41. 《纽约时报》，1914年8月1日第5版。

42. McAdoo（1931）。

43. McAdoo在自传（1931，第290页）中披露了这次通话内容。

44. 《纽约时报》，1914年8月3日。

45. McAdoo（1931，第41页）。

46. McAdoo（1931，第41页）。

47. 《纽约时报》，1914年8月1日第5版。

48. Sprague（1915，第510页）称：基本上，这些[股票]抛售行为造成扰乱的主要原因是它们由外国持有者抛售，而不是抛售的数量。”

49. 从7月23日周四奥地利发出最后通牒到7月30日周四纽交所关闭前的最后一个交易日，工业指数下跌11.3%，铁路指数下跌8.7%。

50. 参见货币监理署的年报（1914年12月7日，第22页）。资产负债表上的黄金储备总计6.26亿美元（黄金储备相当于金币、存款中的金元券和清算所凭证的总和）（参见第25页）。此外，银行还以法定货币的形式持有3.77亿美元储备金。这些法定货币可以兑换成黄金。

51. Friedman and Schwarz（1963，第781—782页）认为，法定货币包括金币、银元、部分银币、国家券（有时称作“国库券”或“绿背券”）、1890年7月14日发行的中期国库券以及美国金元券和银元券。

52. Friedman and Schwarz（1963，第708页）称在1914年7月底，银行活期存款（即活期存款账户）总计96.74亿美元，流通中的现金总计18.19亿美元。参见Friedman and Schwarz（1963，第122页）了解他们对活期存款账户增长情况的简要讨论。

53. Friedman and Schwarz，第56页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

54. Officer（1996，第41页）称英国自18世纪初就开始采取事实上的金本位。

55. 根据Officer（2001）的数据，1714年可以用1英镑买到的东西，1914年时需要1.18英镑才买得到。相比之下，1714年可以用1英镑买到的东西，2000年时需要56英镑。

56. Bordo and Rockoff（1996，第414—415页）。

57. Bordo and Rockoff，第393页。

58. Bordo and Rockoff，第393页。

59. 根据《华尔街日报》（1914年7月29日第1版）的报道，7月23日至7月29日的黄金外流总金额为2785万美元。美国财政部的年报显示，只有1904年5月、1908年5月和1910年4月的黄金流出量超过了2500万美元。

60. Sprague（1910）探讨了这些恐慌。

61. 《纽约时报》，1914年1月7日第7版。

62. 《纽约时报》，1914年1月7日第7版。

63. 《华盛顿邮报》，1914年1月7日第3版。

64. 《华盛顿邮报》，1914年1月7日第3版。

65. 《华盛顿邮报》，1914年1月7日第3版。

66. 《华尔街日报》，1914年8月3日。

67. 《纽约时报》，1914年8月1日第5版。

68. Sprague（1910，第13页）。

69. 美联储理事会First Annual Report（1915，第6页）。

70. 《纽约时报》，1914年6月16日第14版。

71. 《纽约时报》，1914年7月22日第2版。

72. McAdoo于1913年12月20日写给Wilson的信，Papers of Woodrow Wilson（1979）。

73. 来源于House上校1913年12月22日的日记，Papers of Woodrow Wilson（1979）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

74. Wilson于1914年3月15日写给Hulbert的信，Papers of Woodrow Wilson（1979）。

75. McAdoo（1931，第274—275页）。

76. McAdoo于1914年5月4日写给Page的信，Papers of William G.McAdoo，Library of Congress。

77. McAdoo（1931，第274—275页）。

78. Glass（1927，第100—110页）。

79. McAdoo（1931，第51—52页）。

80. McAdoo，第105页。

81. Lippmann（1927，第113页）。

82. 《纽约时报》，1914年7月12日第1版。

83. 《华盛顿邮报》，1914年7月10日第1版。

84. 《华盛顿邮报》，1914年7月10日第1版。

85. 参见Broesamle（1973，第122页）。

86. 《纽约时报》，1914年7月24日第1版

87. Warburg（1930，第20页）。

88. Warburg，第58页及以后各页。

89. Warburg，第97—98页。

90. 《纽约时报》，1914年7月14日第3版。

91. McAdoo（1931，第285页及以后各页）。

92. Papers of William G.McAdoo，Library of Congress。

93. Glass（1927，第131页）。

94. McAdoo（1931，第106页）。

95. McAdoo，第122页。

96. 《纽约时报》，1914年7月29日第1版。

97. 《华盛顿邮报》，1914年8月3日第1版。

98. 《华盛顿邮报》，1914年8月1日第1版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

99. 《纽约时报》，1914年8月8日第6版，8月10日第6版。

100. 《华盛顿邮报》，1914年7月31日第5版。

101. 《华盛顿邮报》，1914年8月1日第2版。

102. 《纽约时报》，1914年8月5日第20版。

103. 《华尔街日报》，1914年8月11日第8版。

104. 《纽约时报》，1914年7月28日第13版。

105. 《华尔街日报》，1914年7月30日第8版。

106. 《华尔街日报》，1914年7月29日。

107. 《纽约时报》，1869年12月25日第1版。

108. 《纽约时报》，1869年12月25日第1版。

109. 参见Friedman and Schwartz（1963，第7页、第48页和第83页）。

110. 《纽约时报》，1878年12月18日第8版。

111. 《纽约时报》，1878年12月18日第8版。

112. Stedman（1905，第281页）称，纽交所于1878年12月31日撤销了黄金部。

113. 参见Chicago Board of Trade（1989）。

114. Max May的生平细节来源于.《纽约时报》，1931年5月28日第27版。

115. 根据《华尔街日报》（1931年5月25日）的报道，外汇业务三强的另外两位是国民城市银行的John E.Garden和汉诺威国民银行的James M.Donald。

116. 《华尔街日报》，1914年7月29日第1版。

117. 《华尔街日报》，1914年7月25日第8版。

118. 《华尔街日报》，1914年4月16日第6版。

119. 《华尔街日报》（1914年7月31日第8版）将4.88美元称作“正常的黄金出口点”，即比4.866 5的法定平价高出0.28%。

120. 1913年担保信托公司的资本金不足3500万美元，它在伦敦买入卖出的外汇为18亿美元，在德国操作的外汇交易为6.54亿美元，在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法国操作的外汇交易为3.4亿美元。请参见.《纽约时报》（1914年1月7日）和JP Morgan Chase Archives，JP Morgan Chase，New York。

121. 举例来说，如果从英格兰将黄金运到美国的运输成本也为0.28%，那么黄金的进口点等于4.852 9美元。Officer（1996，第174页）暗示黄金进口点的绝对量级超过了出口点。

122. 《华尔街日报》，1914年7月24日第8版。

123. 《华尔街日报》，1914年7月25日第8版。

124. 参见Andrew（1910）。

125. 用4.92美元的汇率乘以42 477英镑相当于208 986.84美元，减去在财政部购买10 000盎司黄金所需的206 718美元和578.81美元的运输成本，得出利润为1690美元。

126. 《纽约时报》上的广告.《纽约时报》，1914年7月26日第RP3版。

127. 《纽约时报》，1914年7月26日第1版。

128. 《纽约时报》，1914年7月26日第1版。

129. Memorandum，1914年8月3日，收录于Keynes（1971，第12页）。

130. 《纽约时报》，1891年3月19日第3版。

131. 《纽约时报》，1891年3月19日第3版。

132. 《华尔街日报》，1914年7月31日第8版。

133. 《纽约时报》，1914年7月29日第3版。

134. Officer（1996，第139页）估算的结果为0.07%。4.883 5美元的黄金出口点比4.866 5美元的法定平价高出0.35%（即0.28%加上0.07%）。《华尔街日报》表示金币的出口点等于4.89美元，但这仍然不能解释为何出现4.92美元的汇率。

135. 《纽约时报》，1914年7月29日第3版。

136. 《纽约时报》，1914年7月29日第3版。

137. 《华尔街日报》（1910年4月16日）估算保费为500美元。1914年7月30日，华尔街日报》明确说明7月28日，保费上调至600美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

138. 《纽约时报》，1914年7月29日第3版。

139. 《纽约时报》，1914年8月1日第3版。

140. 新的黄金出口点为4.929 8美元，即比4.866 5美元的法定平价高出1.3%（正常的0.28%运输成本+0.07%的金币磨损+0.95%的新增保费费率=1.3%）。

141. 《华尔街日报》，1914年7月31日第8版。

142. 《华尔街日报》，1914年7月29日第8版。

143. Lindert（1969，第18—19页）。

144. 《纽约时报》，1914年8月1日第3版。

145. 《纽约时报》，1914年7月29日第3版。

146. 《纽约时报》，1914年8月2日第4版。

147. 《华尔街日报》，1914年7月30日第1版。

148. 《华尔街日报》，1914年8月5日第1版。

149. 《华尔街日报》，1914年8月3日。

150. 《华尔街日报》，1914年8月5日第1版。

151. 《纽约时报》，1914年8月1日第3版。

152. 《华尔街日报》，1914年8月1日第7版。

153. 《华尔街日报》，1914年8月1日第7版。

154. 《纽约时报》，1914年8月1日。

155. 《华尔街日报》，1914年7月31日第7版。

156. 参见美国财政部《年度报告》（1914）。

157. 数据来源于美国财政部历年《年度报告》。

158. 《华尔街日报》，1914年6月11日第8版。

159. 《华尔街日报》，1914年6月18日第8版。

160. 《华尔街日报》，1914年6月20日第6版。

161. 《华尔街日报》，1914年6月20日第6版。

162. 参见《华尔街日报》，1914年4月24日第8版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

163. 参见《华尔街日报》，1914年4月24日第8版。

164. McAdoo（1931，第290页）。

165. 《纽约时报》，1914年8月3日第3版。

166. 《纽约时报》，1914年8月3日第3版。

167. 《纽约时报》，1914年8月3日第3版。

168. 请参见.《纽约时报》，1907年10月25日第1版。

169. 请参见.《纽约时报》，1907年10月25日第1版。

170. Siegel（1998，第183页）称1907年3月14日，工业平均指数下跌了8.29%。

171. 1933年的《银行法案》创建了联邦存款保险公司（请参见Friedman and Schwartz，1963，第435页）。

172. 《纽约时报》，1907年10月23日第2版。

173. 《纽约时报》，1907年10月23日第2版。

174. 《纽约时报》，1907年10月23日第2版。

175. 《纽约时报》，1907年10月20日第1版。

176. 《纽约时报》，1907年10月21日第2版。

177. 《华尔街日报》报道了以下存款总额：尼克博克担保公司的存款金额为5200万美元（1907年6月19日）；大通国民银行的存款金额为3700万美元（1907年6月10日）；第一国民银行的存款金额为7500万美元（1907年6月10日）。

178. 《纽约时报》，1907年10月22日第1版。

179. 《纽约时报》，1907年10月22日第1版。

180. 《纽约时报》，1907年10月22日第1版。

181. 《纽约时报》，1907年10月22日第1版。

182. 《纽约时报》，1907年10月23日第1版。

183. 《纽约时报》，1907年10月23日第1版。

184. 1907年6月，美国信托公司的存款总额为4670万美元（请参见《华尔街日报》，1907年8月19日）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

185. 《纽约时报》，1907年10月24日第2版。

186. 《纽约时报》，1907年11月9日第2版。

187. Sprague（1910，第252页）。

188. 《纽约时报》，1907年10月23日第5版。

189. Chernow（1990，第122页）。

190. 《纽约时报》，1907年10月24日第1版。

191. 《纽约时报》，1907年10月26日第1版。

192. 《纽约时报》，1907年10月26日第1版。

193. 《纽约时报》，第4版。

194. 《纽约时报》，第5版。

195. 《纽约时报》，第5版。

196. 《纽约时报》，第5版。

197. 《纽约时报》，第5版。

198. 《纽约时报》，第2版。

199. 《纽约时报》，第2版。

200. 《纽约时报》，1907年10月27日第2版。

201. 《纽约时报》，1907年10月27日第2版。

202. 参见Andrew（1908b，表1）。Andrew将人口在25 000以上的城市定义为大城市。

203. 参见Andrew（1910，表4）;Friedan and Schwartz（1963，第781页）。

204. 参见Andrew（1908a，第290页）。前面的两个注释引用了Andrew对这个时期的另外两项统计描述。

205. 参见Andrew，第291页。

206. 参见Andrew，第292页。

207. 基于Andrew（1910，表17）。

208. Andrew（1908a，第294页）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

209. Andrew，第296页。

210. Andrew，第294页。

211. 货币监理署年报（1907，第70页）。

212. 《纽约时报》，1907年10月24日第1版。

213. 《纽约时报》，1907年11月8日第3版。

214. Friedman and Schwartz（1963，第157页）。

215. Friedman and Schwartz，第135页。

216. Friedman and Schwartz，第179页。

217. Friedman and Schwartz（1963）。Friedman and Schwartz（第128—134页）描述了银元券的起源。

218. Friedman and Schwartz（1963，第179页）。

219. Friedman and Schwartz，第46页。

220. 1878年5月31日颁布的国会法案将绿背券的发行量固定在3.47亿美元。请参见Friedman and Schwartz（1963，第24页）。

221. 1867年财政部以外的国民银行券总计2.8亿美元。其总额于1893年下降至1.62亿美元。到了1900年，国民银行券的发行量回到1867年的水平，随后于1906年上升到5.42亿美元（参见Friedman and Schwartz，1963，第17页、第130页和第179页）。

222. 参见Andrew（1907）。

223. 《纽约时报》，1907年11月14日第2版。

224. Goodhart（1969，第120页）称“财政部的周转余额下降到500万美元左右”。此外，参见Friedman and Schwartz（1963，注释162）。

225. 《纽约时报》，1907年10月27日第2版。

226. 《纽约时报》，第1版。

227. Sprague（1910，284）。

228. Friedman and Schwartz（1963，第158页）。他们认为如果没有黄金进口，那么在1907年9月至1908年2月，货币储备的减少幅度会远远超过5%（对经济造成更严重的负面影响）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

229. Goodhart（1969，第120页）。

230. Sprague（1910，第318页）。

231. 《纽约时报》，1907年11月12日。

232. 《纽约时报》。

233. George Cortelyou延长了Shaw开创的先例。George Cortelyou动用了财政部的2500万美元，但未能阻止1907年10月的危机爆发。

234. Andrew（1907，第565—566页）。

235. 《纽约时报》，1907年11月12日。

236. 《纽约时报》，1915年4月17日。

237. 《纽约时报》，1907年11月10日。

238. Congressional Record，60th Cong.，1st sess.,1908，504.

239. 《纽约时报》，1908年1月15日。

240. Laughlin（1908a，第94页和第96页）。

241. 《纽约时报》，1908年2月28日。

242. 货币监理署《年报》（1907，第74页）。

243. 《纽约时报》，1908年2月2日。

244. 《纽约时报》，1908年1月30日。

245. 《华尔街日报》，1907年3月18日。

246. 《纽约时报》，1907年3月18日。

247. 《华盛顿邮报》，1908年3月28日。

248. 《纽约时报》，1908年4月10日。

249. 《纽约时报》，1908年1月9日。

250. 《纽约时报》，1908年1月28日。

251. 参见Andrew（1908c，第669页）。

252. 参见Andrew，第668页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

253. 《纽约时报》，1908年1月13日第6版。

254. 《华盛顿邮报》，1908年5月6日第1版。

255. 其他证券包括商业银行经财政部长的审批而持有的其他各种证券。参议院审批通过的《奥尔德里奇-弗里兰法案》中未包括铁路债券，现在根据“其他证券”条款，人们也可以接受铁路债券作为抵押品（请参见Laughlin，1908b，第505页）。

256. 参见第9节，Andrew（1908c，第673页）。

257. 参见第3节，Andrew（1908c，第671页）。

258. 该法案的第5节将紧急货币的总量限定为5亿美元，但限制了各家银行的货币发行量相对于其资本金总额和盈余的比例。第7节指示财政部长根据各州银行的资本金总量在全美所有银行的资本金总量中的比例，在各州之间分配紧急货币。

259. 参见第11节，Andrew（1908c，675）。

260. 参见第5节和第11节，Andrew（1908c，第672页和第675页）。

261. 参见Friedberg（1964，第180页）。

262. 参见第17节，Andrew（1908c，第676页）。

263. 参见第20节，Andrew（1908c，第676页）。

264. Congressional Record，60th Cong.，1st Sess.,1908，7069.

265. Congressional Record，60th Cong.，1st Sess.,7068。

266. Congressional Record，60th Cong.，1st Sess.,1908，7221。

267. Laughlin（1908b，第490页）。

268. Laughlin，第499页。

269. Laughlin，第513页。

270. 《纽约时报》，1908年6月11日。

271. 《纽约时报》，1908年6月11日。

272. 《纽约时报》，1908年6月17日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

273. 货币监理署《年报》（1911，第76—77页）。（截至1910年6月30日）284家银行的资本金和盈余共计5.66亿美元，而全美所有银行的资本金和盈余共计16.44亿美元。

274. 《华盛顿邮报》，1914年8月1日第5版。

275. 参见Benjamin Strong、Albert Wiggin（大通国民银行）和James Brown（布朗兄弟哈里曼银行）写的备忘录，November 2，1914，box 1470，Board of Governors，Central Subject File，1913-1954，National Archives Ⅱ，College Park，Maryland。

276. 参见第一章。

277. Commercial and Financial Chronicle 99（1914年8月22），第499页。

278. 纽约银行家特别担心在纽约各银行存款的乡镇银行提取现金。请参见Strong、Wiggin和Brown的备忘录。

279. 《纽约时报》，1914年8月4日。

280. 参见Friedman and Schwartz（1963，第158页），了解1907年5月开始的黄金流失与当年10月的大恐慌之间的关联。

281. McAdoo（1931，第290页）。

282. 《纽约时报》（1907年11月11日）引用了Hepburn和Vanderlip的话，敦促美国成立央行。

283. 《纽约时报》，1908年4月3日。

284. 《纽约时报》，1914年8月3日。

285. 芝加哥清算所的委员会也于周日开会做出同样的决策（请参见《华盛顿邮报》,1914年8月3日）。

286. 《纽约时报》，1914年8月3日。

287. 《纽约时报》，1914年8月3日。

288. 《纽约时报》，1914年8月3日。

289. 《华尔街日报》,1914年8月1日第1版。

290. 《纽约时报》，1908年8月2日。

291. 《华盛顿邮报》,1914年8月3日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

292. 《华尔街日报》,1914年8月3日。

293. Withers（1915，第12—14页）。

294. 《纽约时报》，1908年8月3日。延期偿债声明中的相当内容（请参见《华尔街日报》,1914年8月15日）：出于各种目的，除了即期汇票和即期支票以外，在1914年8月4日之前接受的汇票支付申请……应当……被视为应付款项，在其原始到期日之后的一个自然月后进行支付。”

295. McAdoo（1931，第290页）。

296. McAdoo，第56—57页。

297. 《华尔街日报》，1914年8月1日。还可参见美国财政部《年度报告》（1914年12月7日）。

298. 1914年8月1日纽约清算所的会员发布的声明（《华尔街日报》，1914年8月3日,第8版）。

299. 1914年8月1日纽约清算所的会员发布的声明（《华尔街日报》，1914年8月3日,第8版）。

300. McAdoo（1931，第291页）。

301. McAdoo（1931，第291页）。

302. 《华盛顿邮报》，1914年8月1日。

303. Congressional Record，63rd Cong.，2 sess.，1914，13067.

304. 《华盛顿邮报》，1914年8月1日。

305. Congressional Record，63rd Cong.，2 sess.，1914，13069.

306. 《华盛顿邮报》，1914年8月1日。

307. 《华盛顿邮报》，1914年8月1日。

308. Congressional Record，63rd Cong.，2 sess.，1914，13169.

309. 第三章引用了他的完整评论，请参见Congressional Record，60th Cong.，1st sess.，1908，7069。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

310. Congressional Record，63rd Cong.，2 sess.，1914，13168.

311. Congressional Record，63rd Cong.，2 sess.，13169。

312. Congressional Record，63rd Cong.，2 sess.，13168。

313. Congressional Record，63rd Cong.，2 sess.，13168—13169。

314. Congressional Record，63rd Cong.，2 sess.，13172。

315. Congressional Record，63rd Cong.，2 sess.，13171。

316. Congressional Record，63rd Cong.，2 sess.，13171。

317. 《纽约时报》，1914年8月4日。

318. 《纽约时报》，1909年6月27日。

319. 《华盛顿邮报》，1914年8月6日。

320. 《华盛顿邮报》，1914年8月11日。

321. 《华盛顿邮报》，1914年8月6日。

322. 货币监理署《年报》,1914年12月7日（1915），第58页和第59页。

323. 货币监理署《年报》,1914年12月7日（1915），第99页。

324. 各国民银行的年报表明，1914年6月30日发行了7.22亿美元的国民银行券。之前的三份年报（Comptroller of the Currency，Annual Repor，December 7，1914(1915)，第22页）表明国民银行券的发行量分别为7.2亿美元、7.25亿美元和7.27亿美元。请参见Comptroller of the Currency，Annual Report，December 7，1914（1915）了解1910年之后每年的增长情况。

325. 《华盛顿邮报》（1913年12月21日）报道称：参议院最后通过的修正条款之一将《奥尔德里奇-弗里兰法案》的有效期延长至1915年6月30日，人们预测届时新的（联邦储备）体系将全面运行。”

326. 《纽约时报》，1913年6月12日。

327. 《华盛顿邮报》，1913年6月12日。

328. 《华盛顿邮报》，1913年6月12日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

329. 货币监理署《年报》（1907，第74页）。

330. Kemmerer（1914）.

331. 《华尔街日报》，1913年6月13日。

332. 《华尔街日报》，1914年8月1日。

333. 流动性较差的资产卖出时折扣率平均为30%（请参见Silber，1991）。

334. 美国商务部（1975，2，第1007页）。

335. 《纽约时报》，1914年8月2日。

336. 《纽约时报》，1914年8月2日。

337. 《纽约时报》，1914年8月4日。

338. 参见Silber（1977）了解关于金融市场流动性、金融机构和货币供给之间相互关系的探讨。

339. 《华尔街日报》，1914年8月6日。

340. 《华尔街日报》，1914年8月6日。

341. 《华尔街日报》，1914年8月6日。

342. 《华尔街日报》，1914年8月5日。

343. 《华尔街日报》，1914年8月5日。

344. 《华尔街日报》，1914年8月12日。

345. 参见货币监理署《年报》，1915年12月6日（1916），第93页。其中一张表格表明，根据《奥尔德里奇-弗里兰法案》中的规定，紧急货币的发行量不得超过资本金的125%，还可以再发行14.93亿美元的国民银行券。

346. 货币监理署《年报》，1915年12月6日(1916)，第45页。

347. 本段中的数据指的是1914年6月30日的数据，请参见U.S.Department of Commerce 1975，Part 2，Series X 410—419，992。

348. 参见Friedman and Schwartz（1963，第781页）。

349. Sprague（1914，第184页）观察道：有了这些紧急货币，银行切实地满足了银行以外用于国内使用的新增货币需求，从而保卫了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自己的储备。”

350. 《华尔街日报》，1914年8月13日。

351. 依据Friedman and Schwartz（1963，第800页表B-3）。

352. 1914年10月31日，货币供给总量为165.32亿美元，而1914年7月31日已发行的货币总量为161.35亿美元。请参见Friedman and Schwartz（1963，第708页表A.1）。

353. 根据Friedman and Schwartz（1963，第706页表A.1），1907年12月31日的货币供给量为110.44亿美元，而1907年9月30日的货币供给为113.74亿美元。Friedman and Schwartz（第158页）称：1907年9月至1908年2月货币存量下降，标志着公众和银行都在抢夺流动性，形势相当混乱。”事实上，这段时期的货币基础在上升，部分原因在于自1907年11月开始，大批黄金从欧洲流入美国。然而银行存款减少是因为公众将更多现金留在自己手里，银行也提高了准备金。

354. 参见Friedman and Schwartz（1963，第156—158页）。

355. 《纽约时报》，1914年8月26日第8版。

356. 《纽约时报》，第11版。

357. 《纽约时报》，第11版。

358. 《纽约时报》，第11版。

359. 参见《华尔街日报》，1914年8月12日。

360. 参见《华尔街日报》，1914年8月12日。

361. 根据Friedman and Schwartz（1963，第740页及以后各页，表A.1）的测算方法，货币供应量等于流通中的货币、银行的活期存款和定期存款之和。1914年12月31日，货币供应总量为163.19亿美元，而1914年7月31日的货币供应总量为161.36亿美元。1913年12月31日的货币发行总量为158.19亿美元，而1908年12月31日的货币发行总量为119.85亿美元。

362. 1914年11月16日，联邦储备银行开门营业或许有助于紧急货币的退出。然而，在11月中旬以前，紧急货币的总量就已经减少近5 000万美元。

363. 货币监理署《年报》，1914年12月7日（1915），第51页。到1914年12月，商业票据的利率回落至4.5%，到1915年1月，它跌到战

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前水平以下，平均为3.75%（请参见货币监理署《年报》，1915年12月6日（1916），第106页）。

364. 《纽约时报》，1914年8月8日。

365. 货币监理署《年报》，1915年12月6日（1916），第4页。

366. Sprague（1915，第517页、第519页和第533页）。

367. Commercial and Financial Chronicle 99（1914年8月1日），第292页。

368. Commercial and Financial Chronicle 99（1914年8月1日），第432页。

369. 《华尔街日报》，1914年8月1日第8版。

370. Sprague（1915，第533页）。

371. McAdoo（1931，第284—285页）。

372. 1914年8月13日Wilson写给Morgan的信，Papers of Woodrow Wilson（1979）。

373. McAdoo（1931，第293页）称：这是政府官员首次在华盛顿……公开举行的商界会议。”

374. 《华尔街日报》，1914年8月7日第8版。

375. 《纽约时报》（1914年8月8日第5版）的报道称，国民城市银行于8月7日晚上宣布了这个方案。

376. 《纽约时报》（1914年8月8日第5版）的报道称，国民城市银行于8月7日晚上宣布了这个方案。

377. 《华尔街日报》，1914年8月8日第4版。

378. Noyes（1916，第92页）报告在7月最后一周，黄金出口量为4 200万美元。本书第二章援引了《华尔街日报》的估算数据，即在7月23日至7月29日，黄金出口量约为2 700万美元。他为国家货币委员会所做的研究报告为《国民银行通货史》（History of National Bank Currency，1910）。

379. Noyes（1916，第94页）。

380. 《纽约时报》，1945年4月23日第16版。

381. 《纽约时报》，1945年4月23日第16版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

382. Simon（1960）分析了自由兑换受到的威胁。

383. 参见http://projects.vassar.edu/1896/crossofgold.html。

384. 《纽约时报》，1914年8月23日第SM16版。

385. 《纽约时报》，1915年7月25日第BR272版以及1915年7月7日第11版。

386. Laughlin（1918，第345页）。

387. 1914年8月10日Bryan写给Wilson的信，Paper of Woodrow Wilson（1979）。

388. 《华盛顿邮报》，1914年8月14日第1版。

389. 《纽约时报》，1914年8月3日第3版。

390. Bordo and Kydland（1995，第424页）称：根据规定，可以在人们可充分理解且由外部导致的紧急情况下暂停黄金自由兑换，如战争。人们明白安然度过紧急情况后，会按最初的平价恢复自由兑换。”

391. Officer（1996，第43页）表示，英国于1797年2月26日放弃了金本位，随后于1821年4月30日重新启用金本位。

392. Keynes探讨了俄国、德国和法国中止金本位制的问题（请参见Morning Post，August 11，1914，收录于Keynes，1971，第20—24页）。

393. Memorandum（1914年8月3日）收录于Keynes（1971，第7—15页）。

394. Lindert（1969，第1页和第17页）。

395. Memorandum（1914年8月3日）收录于Keynes（1971，第7—15页）。

396. Memorandum（1914年8月3日）收录于Keynes（1971，第12页）。

397. 《华尔街日报》，1914年8月1日第7版。

398. 《纽约时报》，1914年8月2日第4版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

399. Charles Conant（请参见.《纽约时报》，1914年8月23日第SM16版）称：纽约各银行正在领取（紧急）通货，从而将黄金留在手里并恢复自己的储备水平。为了实现这个目的，它们把拿到手的新钞票付给储户，以满足他们对现金的需求，同时不动用存在保险库里的黄金”。

400. 《纽约时报》，1914年8月23日第SM16版。

401. 《华尔街日报》，1914年8月3日第6版。

402. 《华尔街日报》，1914年8月10日第8版。

403. 《华尔街日报》，1914年8月10日第8版。

404. 《纽约时报》，1914年8月8日第9版。

405. 《纽约时报》，1914年8月7日第5版。

406. 《纽约时报》，1914年8月2日第4版。

407. 《纽约时报》，1914年8月3日第3版。

408. 《华盛顿邮报》，1914年8月2日。

409. Paish（1911，第176页）。

410. 纽约市清算所在8月8日和8月15日结束时公布了当周的综合数据（.《纽约时报》，1914年8月9日第X11版和8月16日第X11版）。8月15日，储备总额为3.82亿美元（包括铸币和法定货币）。8月15日列出的清单表示储备缺口为4 800万美元。8月8日那周结束时有3.86亿储备，但是没有明确列出储备不足的金额是多少。由于在这两天，存款总量没有发生变化，均为19亿美元，所以在8月8日，储备不足的金额应该为4 400万美元，或者比法定储备少2.4%。

411. 《纽约时报》，1914年8月4日第12版。

412. 《华盛顿邮报》，1914年8月8日第2版。

413. Hepburn（1915，第439页）。1914年8月3日[请参见货币监理署《年报》，1914年12月7日（1915），第14页]，纽约清算所暂时不再要求银行之间用法定货币清算债务。清算所接受用国民银行券和清算所的贷款凭证（即清算所根据银行资产发放的信贷）来结算不利的支票清算。

414. 《纽约时报》，1914年8月12日第10版。

415. 《纽约时报》，1914年8月3日第3版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

416. Commercial and Financial Chronicle 99（1914年8月15日），第499页。

417. Commercial and Financial Chronicle 99（1914年8月15日），第499页。

418. 《纽约时报》，1914年8月3日第10版。

419. Carosso（1970，第84页和第198页）。

420. 《纽约时报》，1914年8月14日第14版。

421. 《华尔街日报》，1914年8月15日第1版。

422. 《华尔街日报》，1914年8月12日第4版。

423. 《华尔街日报》，1914年8月12日第4版。

424. 参见第二章中的讨论以了解如何通过运输黄金来制造出英镑。1914年9月14日Benjamin Strong给麦卡杜写信时提到了4.90美元的黄金出口点（Papers of William G. McAdoo，Library of Congress）。《华尔街日报》（1914年10月27日第1版）的报道也确定了这一点：汇率低于4.90美元时会切断黄金出口。自从英格兰银行在渥太华建立了黄金存托点以后，这就成了黄金出口点。”

425. 《纽约时报》，1914年8月12日第10版。

426. 《华尔街日报》，1914年8月12日第4版。

427. Noyes（1916，第47页）。然而，Economist（1914年8月15日，第308页）提出了其他建议：在很多情况下，延期偿债是分红延期的部分原因。”

428. 《纽约时报》，1914年8月12日第10版。

429. 《华尔街日报》，1914年8月12日第4版。

430. 《华尔街日报》，1914年8月15日第1版。

431. 《纽约时报》，1914年8月19日第10版。

432. 《纽约时报》，1914年8月19日第10版。

433. 《纽约时报》，1914年8月19日第10版。

434. 《纽约时报》，1946年2月7日第22版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

435. 有人引用乔治·佩什对1913年12月英国人持有数额的估计，约为29.96亿美元（Lewis，1938，第531页），据L.F.Loree的估计，1914年6月30日外国人持有的总额约为41.70亿美元（Lewis，第533页）。另有研究认为，1914年7月1日，在美国的外国长期投资（包括证券和直接投资）达到71亿美元（Wilkins，2004，第8页）。

436. 参见本书第一章。

437. Noble（1915，第11页）。

438. Noble，第12页及以后各页。

439. 《纽约时报》，1914年8月3日第12版。

440. Sobel（1972）。

441. 《华尔街日报》，1914年8月4日第5版。

442. 《华尔街日报》，第1版。

443. 《华尔街日报》，第1版。

444. Noble（1915，第34页及以后各页）。

445. Noble，第38页及以后各页。

446. 纽约晨递报》，1914年8月15日。

447. Noble（1915，第40页）。

448. 《华尔街日报》，1914年8月4日第1版。

449. 《纽约时报》，1915年1月4日第13版。

450. Noble（1915，第31页及以后各页）。

451. 《华尔街日报》，1914年8月4日第1版。

452. 《华尔街日报》，1914年8月18日第1版。

453. 《纽约时报》，1914年10月7日第12版。

454. Noble（1915，第18页）。

455. Noble，第42页。

456. 《华尔街日报》，1914年8月13日第4版

457. Noble（1915，第43页）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

458. 纽交所的档案员Steven Wheeler找到了这些记录并提供了某些复印件。这些记录包括4个活页夹，每个约1英寸厚，其中有委员会发布的所有公开信息，但没有记述其审议过程。除公开发布的报价外，这些记录还包含有关委员会活动的新闻简报。

459. 纽约大学新闻系的Mitchell Stephens提供了有关的引文，其中把《纽约晨递报》称为“剧院和赛马场报纸”（Mott，1950，第658页）。

460. 1914年在纽交所挂牌的股票接近600只，有报道称，1912年和1907年挂牌的股票数量分别为555只和502只（Van Antwerp，1913）。

461. 参见Schenk（1994，第351—352页）。

462. 工业指数下跌了6.9%，铁路指数下跌了5%。

463. 《华尔街日报》，1914年8月1日第1版。

464. 根据Noble（1915，第9页）的研究，蒙特利尔、多伦多和马德里在7月28日闭市，维也纳、布达佩斯、布鲁塞尔、安特卫普、柏林和罗马在29日闭市，圣彼得堡、巴黎和南美洲所有国家在30日闭市，伦敦在31日早于纽约闭市。凯恩斯提道：巴黎Parquet市场依然保持了一定开放，直至政府在9月2日要求巴黎进行紧急疏散。”（Keynes，914，第461页）

465. 1914年8月1日的.《纽约时报》标题报道：俄国沙皇、德国皇帝与英国国王依然可能达成和平协议”。

466. Siegel（1998，第191页）。

467. Siegel，第190页。

468. 《纽约时报》，1915年1月3日第AF8版。

469. 《纽约时报》，1914年10月10日第1版，10月11日第9版。

470. 《纽约时报》，1914年8月30日第SM4版。

471. 1915年1月3日的.《纽约时报》报道（1915年1月3日第AF8版）：新街市场在活动高峰时期有大约35名从事现金交易的经纪人，在10月价格走跌时，估计有若干天的日成交量达到4万股，比较均匀地分为每手100股和零散数量。9月、10月和11月的日均成交量为8 000~12 000股。”需要注意，每日晨递报》每天报道新街的价格行情，但没有成交量的信息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

472. 《纽约时报》，1915年1月3日第AF8版。

473. 日均25万股的成交量对应的是在新街有活跃交易的70种相同的股票（Silber，2005）。

474. 有人提到1914年6月30日外国人持有的证券金额估计为41亿美元（Lewis，1938，第533页）。美国商务部报告，1914年底铁路证券的总价值为202亿美元，41亿美元除以202亿美元约等于20.3%（U.S.Department of Commerce，1975，2，第735页）。

475. Noyes（1916，第94页）。

476. 《纽约时报》，1914年8月2日第4版。

477. 从7月27日周一到7月30日周四，日均成交量约为894 000股，全周的总成交量为3 576 000股。外国人卖出1亿美元股份，以每股62美元计算，换算为1 612 903股，再除以3 576 000股，相当于45%。

478. 参见本书第二章。

479. 《纽约时报》，1913年4月1日第3版。

480. 《纽约时报》，1943年3月13日第1版。

481. 《华尔街日报》，1914年8月24日第5版。

482. 《纽约时报》，1914年2月15日第XX4版。

483. 参见伊利诺伊中央铁路公司前总裁Stuyvesant Fish写给编辑部的信件（.《纽约时报》，1914年3月21日）。

484. 参见伊利诺伊中央铁路公司前总裁Stuyvesant Fish写给编辑部的信件（.《纽约时报》，1914年3月21日）。

485. 参见伊利诺伊中央铁路公司前总裁Stuyvesant Fish写给编辑部的信件（.《纽约时报》，1914年3月21日）。

486. 《华尔街日报》，1914年8月24日第5版。

487. Lamont（1933，第174页）。

488. 《纽约时报》，1914年4月19日第14版。

489. 《纽约时报》，1914年4月19日第14版。

490. 1913年12月23日通过的《联邦储备法案》第10节规定：财政部长可以在财政部内分配办公室，供美联储理事会使用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

491. Harding（1925，第5页和第7页）。

492. Harding，第5—6页。

493. Meltzer（2003，第485页）。

494. Federal Reserve Board，First Annual Report（1915），第13页。

495. 沃伯格致麦卡杜的信件，1914年8月27日，Papers of William G.McAdoo，Library of Congress。

496. 《纽约时报》，1914年9月2日第5版。

497. 《纽约时报》，1914年9月2日第5版。

498. 《纽约时报》，1914年9月3日第10版。

499. 《纽约时报》，1914年9月4日第10版。

500. Federal Reserve Board，First Annual Report（1915），第13页。

501. 《纽约时报》，1914年9月4日第10版。

502. 《纽约时报》，1914年9月4日第10版。

503. 《纽约时报》，1914年9月4日第10版。

504. 委员会致麦卡杜的信件，1914年9月4日，Papers of William G.McAdoo，Library of Congress。

505. 《华尔街日报》，1914年9月5日第1版。

506. 此处与本段的其他引文均来自小摩根致麦卡杜的信件，1914年8月21日，Papers of William G.McAdoo，Library of Congress。

507. 此处与本段的其他引文均来自小摩根致麦卡杜的信件，1914年8月21日，Papers of William G.McAdoo，Library of Congress。

508. Lamont（1933，第175页）。

509. 参见本书第四章。

510. 参见本书第五章以及Commerical and Financial Chronicle 99（1914年9月26日），第850页。

511. Commerical and Financial Chronicle 99（1914年9月26日），第850页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

512. Andrew（1907，第536—540页）。

513. Commerical and Financial Chronicle 99（1914年9月26日），第850页。

514. Lamont（1933，第181页）指出，与纽约市的谈判是小摩根和戴维森亲自主持的”，他还暗示（第172页及以后各页），戴维森在纽约市的救助行动中发挥了更重要的作用。麦卡杜与小摩根在1914年8月21日的通信以及他们在9月10日的会议则留下了不同的说法（Summary，1914年9月10日，Papers of William G.McAdoo，Library of Congress）。

515. 麦卡杜的文件里有该信件的复印件，1914年9月4日，致审计长普伦德加斯特，署名是摩根银行与库恩雷波公司（Papers of William G.McAdoo，Library of Congress）。

516. 纽约市长米歇尔的抱怨记录在Summary，1914年9月10日，Papers of William G.McAdoo，Library of Congress。

517. 《纽约时报》，1914年9月5日第10版。

518. 《纽约时报》，1914年9月5日第10版。

519. 《纽约时报》，1914年9月5日第10版。

520. 参见本杰明·斯特朗致麦卡杜的电报以及回复，1914年9月8日，Papers of William G.McAdoo，Library of Congress。

521. Summary，1914年9月10日，Papers of William G.McAdoo，Library of Congress。

522. 《纽约时报》，1914年9月11日第8版。

523. Press Release，Federal Reserve Board，1914年9月11日，Papers of William G.McAdoo，Library of Congress。

524. 《华尔街日报》，1914年9月14日第1版。

525. Lamont（1933，第180页）认为是戴维森说服了各家银行加入辛迪加，共计有126家银行，华尔街日报》的说法则是124家（《华尔街日报》，1914年9月15日）。

526. 分配比例是每家银行存款数额的4%。具体每家银行的缴纳金额，参见《华尔街日报》，1914年9月15日。

527. 本段的描述基于《华尔街日报》（1914年9月20日）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

528. 《华尔街日报》，1914年9月19日第1版。

529. 小摩根致麦卡杜的信，1914年9月18日，Papers of William G.McAdoo，Library of Congress。

530. 《华尔街日报》，1914年9月15日第5版。

531. 《纽约时报》，1913年3月8日第7版。

532. 参见本书第四章。

533. 《华尔街日报》，1914年9月15日第5版。

534. 《华尔街日报》，1914年9月19日第7版。

535. 《华尔街日报》，1914年9月21日第8版。

536. 麦卡杜在媒体上把黄金池计划重启归功于斯特朗、福根、鲁和威金（《华尔街日报》，1914年9月21日第8版）。

537. 《纽约时报》，1914年8月19日第10版。

538. 《华尔街日报》，1914年9月17日第8版。

539. 《纽约时报》，1914年8月11日第6版。

540. 《纽约时报》，1914年9月1日第8版。

541. 《纽约时报》，1914年9月1日第8版。

542. 《纽约时报》，1914年9月1日第8版。

543. 《纽约时报》，1914年9月2日第8版。

544. 《纽约时报》，1914年9月2日第8版。

545. 沃伯格的声明是在9月2日发表，次日刊登在.《纽约时报》上（1914年9月3日第9版）。

546. McAdoo（1931，第225页）。

547. 1913年5月24日，提交给Robert Owen和Samuel Untermyer参议员的备忘录，重印于Warburg（1930，第639页及以后各页）。

548. McAdoo（1931，第235页）。

549. 参见本书第一章。

550. McAdoo（1931，第280页）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

551. 沃伯格致麦卡杜的信件与备忘录，1914年8月27日，Papers of William G.McAdoo，Library of Congress。

552. 沃伯格致麦卡杜的信件与备忘录，1914年8月27日，Papers of William G.McAdoo，Library of Congress。

553. Warburg（1930，第58—59页）；Lamont（1933，第97页）。

554. Warburg（1930，第59页）。

555. Glass（1927，第30页）。

556. Glass，第82页。

557. 《纽约时报》，1914年9月1日第8版。

558. Silber（2006）。

559. Chandler（1958，第26页和第31页）。

560. 《纽约时报》，1928年10月17日。

561. 《纽约时报》，1928年10月17日。

562. Lamont（1933，第59页）。

563. Chandler（1958，第28页）。

564. Chandler，第30—31页。

565. Lamont（1933，第97页）。

566. Chandler（1958，第32页）。

567. Chandler，第34页。

568. Chandler，第35页。

569. Chandler，第35页。

570. Chandler，第36页。

571. Chandler，第37页。

572. 《华盛顿邮报》1914年8月1日第1版，并参见本书第一章。

573. Chandler（1958，第38页）。

574. Chandler（1958，第83页）。《联邦储备法案》要求联邦储备体系对纸币负债持有40%的黄金储备。Friedman and

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Schwartz（1963，第194—195页）认为，由于要求联邦储备体系对会员银行的储备存款保持35%的黄金储备，超过这一标准之上的部分都可以用于……满足纸币的40%的储备要求”。斯特朗认识到为提供有弹性的货币来满足商业需要并避免资金恐慌，联邦储备体系需要富余的黄金储备。

575. Chandler（1958，第84页）。

576. Willis（1915，第158页）。

577. Willis（1915，第158页）。

578. 沃伯格致麦卡杜的信件和备忘录，1914年8月27日，Papers of William G.McAdoo，Library of Congress。

579. 参见本书上一章。1.75%略大于0.085/4.90（黄金出口点）。

580. Chandler（1958，第41页）。

581. Chandler（1958，第41页）。

582. Chandler（1958，第41页）。

583. Chandler，第61页。

584. Letter，1914年9月24日，box 659，Board of Governors of the Federal Reserve System，Central Subject File，1913-1954，National Archives II，College Park，Maryland。

585. Telegram，1914年9月11日，同上。

586. Telegram，1914年9月15日，同上。

587. McAdoo（1931，第299页）。

588. 《华尔街日报》，1914年8月25日第2版。

589. 参见本书第四章。

590. 《纽约时报》，1914年8月30日第5版，9月3日第5版。

591. 《纽约时报》，1914年9月12日第16版。

592. 《纽约时报》，1914年9月29日第4版。

593. 《纽约时报》，1914年9月29日第4版。

594. 《纽约时报》，1914年10月3日第10版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

595. 《纽约时报》，1914年10月4日第27版。

596. 哈姆林的日记（1914年10月10日，vol.2，第168—171页，Library of Congress）对这次会议有所记述，这里的所有引文均来自哈姆林的手写记录。

597. 哈姆林的日记，第168—169页。

598. 哈姆林的日记，第169页。

599. 哈姆林的日记，第169页。

600. 哈姆林的日记，第170页。

601. Letter，1914年10月15日，Papers of William G.McAdoo，Library of Congress。

602. Letter，1914年10月13日，box 1470，Board of Governors of the Federal Reserve System，Central Subject File，1913-1954，National Archives II，College Park，Maryland。

603. Letter，1914年10月13日，box 1470，Board of Governors of the Federal Reserve System，Central Subject File，1913-1954，National Archives II，College Park，Maryland。

604. 1914年10月15日，Minutes of the Board of Governors of the Federal Reserve System，Records of Federal Reserve System，Central Subject File，1913-1954，National Archives，College Park，Maryland。

605. Transcript of the Conference，box 293，同上。

606. Transcript of the Conference。

607. 《纽约时报》，1914年10月27日。

608. 该对话引自McAdoo（1931，第289页）。

609. Chandler（1958，第61页）。

610. Chandler，第65页。

611. 《华尔街日报》，1914年10月27日第1版。

612. 《纽约时报》，1914年10月27日第1版。

613. 《纽约时报》，第2版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

614. 《纽约时报》，第2版。

615. 《纽约时报》，第1版。

616. 1914年10月15日的《华尔街日报》报道：本季节的棉花出口目前只有一年前的1/6左右。”

617. McAdoo（1931，第297页）。

618. 《纽约时报》，1914年10月27日第3版。

619. McAdoo（1931，第297页）。

620. 美国财政部《年度报告》，1915，第14页。

621. 《纽约时报》，1914年10月25日第XX11版。

622. 《华尔街日报》，1914年8月1日第1版。

623. 《华盛顿邮报》，1914年9月26日第3版。

624. 《华盛顿邮报》，1914年9月26日第3版。

625. 参见本章的第一段引文（.《纽约时报》，1914年8月11日第6版）。

626. 《华尔街日报》，1914年8月27日第1版。

627. 查尔斯·哈姆林的日记，1914年10月30日，vol.2，第177页，Library of Congress。

628. 参见Memo，1914年11月2日，box 1470，Board of Governors of the Federal Reserve System，Central Subject File，1913-1954，National Archives II，College Park，Maryland。该备忘录是由本杰明·斯特朗、大通国民银行的阿尔伯特·威金和布朗兄弟公司的詹姆斯·布朗撰写。此三人是受银行家委员会委派给英国的乔治·佩什爵士和巴希尔·布拉凯特（Basil Blackett）提供对当时金融状况的分析，他们都参加了10月23日的财政部会议。

629. 另参见Memo，1914年10月30日，Papers of William G.McAdoo，Library of Congress。该备忘录是11月2日的备忘录的草稿（November 2 memo from Strong，Wiggin and Brown）。

630. 美国财政部《年度报告》，1914。还可参见本书第二章。

631. McAdoo（1931，第278页）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

632. 《华尔街日报》，1914年11月13日第8版。

633. 《华尔街日报》，1914年11月13日第8版。

634. 参见1914年11月20日各联邦储备银行的合并报表，摘自Willis（1915，第159页）。

635. Sprague（1914，第185页）。

636. Noble（1915，第83页）。

637. Noble（1915，第83页）。

638. Noble（1915，第83页）。

639. 中止金本位的备忘录，1914年8月3日，收录于Keynes（1971，第11页）。

640. 中止金本位的备忘录，1914年8月3日，收录于Keynes（1971，第11页）。

641. Paish（1911，第169—171页）。

642. Paish（1911，第169—171页）。

643. Paish，第175页。

644. 有关交易成本和规模经济对单一国际交易媒介的作用，参见Swoboda（1968）、Chrystal（977）和Krugman（1980）。

645. Krugman（1980，第523页）。

646. 这段时期的国际货币储备的数据有缺失。但后来的研究推算了1913年的数据（Lindert，1969），根据1913年外汇储备的币种分布，据认为：伦敦在第一次世界大战前夕显然是主要的储备中心，另一方面，英镑在储备货币中的主导地位并不像某些作者讲的那样无可比拟……在按照币种持有的储备中，英镑比法国法郎与德国马克之和还要多。”

647. Lindert(1968，表2)指出，1913年各国持有的外汇储备分布如下：英国5.55亿美元，法国2.75亿美元，德国1.52亿美元，美国1.57亿美元。美国的外汇结存几乎都是被加拿大的实体所持有。

648. 《华尔街日报》，1900年9月15日第1版。

649. Noyes（1909）提道，纽约在1900年8月给英国财政部提供了2 800万美元贷款;1901年5月申请了1.5亿美元贷款，提供了1亿美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元;1902年4月认购了8 000万美元”。Noyes没有报告1902年实现的贷款金额，但《华尔街日报》（1902年4月17日第8版）的报道说，美国的承销额是500万英镑或2 400万美元。这使得在纽约的发行总额达到1.52亿美元（2 800万+1亿+2 400万美元）。

650. Hovey（1912，第280—281页）。

651. 《华尔街日报》，1904年5月7日第5版，5月11日第5版。

652. 参见Carosso（1970，第80—81页）；Young（1930，第10—11页）。Young还提到对古巴、加拿大和墨西哥等国政府的贷款。由于这些国家更容易受到美国在西半球的影响，并不能充分反映美国在国际金融中的领导力。

653. Congressional Record，57th Congre.，sess.1，1902，2201。

654. Sprague（1910，第274页）。

655. 有关英国战争债券的币种面值问题，参见Commercial and Financial Chronicle，1900年8月11日，1901年5月4日，1902年4月19日。有关德国债券的问题参见《华尔街日报》，1900年9月19日第2版。

656. 瑞典债券的币种面值参见Equitable Trust Company of New York（1920a，第62页)。

657. 《华尔街日报》，1904年5月11日第5版。

658. 希金森致威尔逊的信件，1914年8月20日，Papers of William G.McAdoo，Library of Congress。

659. 希金森致威尔逊的信件，1914年8月20日，Papers of William G.McAdoo，Library of Congress。

660. 希金森致威尔逊的信件，1914年8月20日，Papers of William G.McAdoo，Library of Congress。

661. 参见本书第七章。

662. 9月1日英镑的售价为5.065美元，比4.90美元高出3.37%。10月1日英镑的售价为4.902 5美元，比4.90美元高出不到0.05%。

663. 《华尔街日报》，1914年10月27日第2版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

664. 《纽约时报》，1914年11月1日第10版，对英国财政部代表乔治·佩什的报道。

665. 《华盛顿邮报》，1914年11月9日第4版。

666. 《华盛顿邮报》，1914年11月10日第10版。

667. 11月12日的跌幅0.51%的t统计量为2.217。

668. 《华尔街日报》，1914年11月13日第8版。

669. 《华尔街日报》，1915年2月17日第1版（待续）。

670. 《华尔街日报》，1915年2月16日第4版。

671. 《华盛顿邮报》，1915年1月5日第10版。

672. 《华盛顿邮报》，1915年1月8日第5版。

673. 这批债券是以美元为面值在Equitable Trust Company York（1920a，第62页）挂牌。

674. 《华盛顿邮报》，1915年3月15日第10版。

675. 《华尔街日报》，1915年10月26日第5版，9月10日第8版。

676. 参见Equitable Trust Company of New York（1920b，第5页）。

677. Lewis（1938，第354—355页）。

678. 5.16亿英镑乘以汇率4.866 5等于25亿美元。

679. 《华盛顿邮报》，1915年1月18日第5版。

680. 《华盛顿邮报》，1915年1月18日第5版。

681. 《华盛顿邮报》，1915年1月18日第5版。

682. 《华盛顿邮报》，1915年1月18日第5版。

683. 《华尔街日报》，1915年9月11日第8版，11月17日第7版。

684. 《华尔街日报》，1915年10月18日第8版。

685. Officer（1996，表6.8）。

686. 有关货币在节省信息和交易费用方面的作用，参见Brunner and Meltzer（1971）。

687. Krugman（1980，第523页）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

688. 《华尔街日报》，1915年9月11日第8版，1916年6月27日第2版。

689. 《华尔街日报》，1915年11月30日第10版。

690. 《华尔街日报》，1915年11月30日第10版。

691. Chernow（1990，第198页）。

692. 《华尔街日报》，1916年1月10日第8版。

693. Moggridge（1969，第12—13页）。

694. Moggridge，第14页。

695. Brown（1940，第231页表18）。

696. 《华尔街日报》，1919年9月3日。

697. Moggridge（1969，第49页）。

698. Moggridge（1972，第7—38页）。该委员会的正式名称为现金与英格兰银行票据发行委员会（Committee on the Currency and Bank of England Note Issues）。张伯伦担任外交部长后，布拉德伯里接任其主席职位。

699. Moggridge，第39页。

700. Moggridge，第42页。

701. 《华尔街日报》，1925年3月26日第8版。

702. 《华尔街日报》，1928年12月19日第16版。

703. 总数是1926—1928年之和，参见Brown（1940，第618页）。

704. Young（1930，104ff）。

705. 参见上段内容，并比较《华尔街日报》（1928年12月19日第16版，1925年3月26日第8版）。

706. 有人认为是1870年8月12日（Conant，1915，第54页），即法国下议院（Chamber of Deputies）授权法兰西银行暂停铸币支付的日子。

707. Bagehot（1873，第31—33页）。

708. Bordo and Rockoff（1996）。

709. Bagehot（1873，第32页）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

710. Memorandum，1914年8月3日，收录于Keynes（1971，第11页）。

711. Memorandum，1917年1月17日，收录于Keynes（1971，第220页）。

712. Moggridge（1969，第10页）。

713. Letter，1924年7月25日，收录于Keynes（1981，第271页）。

714. Noyes（1926，第86—88页）。

715. 参见Willis（1923，第981页及以后各页）。Ferderer认为（2003），银行家承兑市场上的流动性增强帮助美元挑战了英镑的地位，而且英国在1919年放弃金本位制（美国依然坚持）促进了美元汇率的上升。

716. Address of the Honorable Paul Warburg before the Pan American Conference（Washington，D.C.:Government printing Office，1915，第6页，box 2），Papers of Paul Warburg，Yale University。

717. 《纽约时报》，1914年8月3日第3版。

718. Commercial and Financial Chronicle 99（1914年8月22日），第499页。

719. 参见本书第五章。

720. 查尔斯·哈姆林日记，1914年10月10日，第2卷，第160页，Library of Congress。

721. 查尔斯·哈姆林日记，1914年10月10日，第2卷，第160页，Library of Congress。

722. 凯恩斯证词的副本重印于Keynes（1981，第250页）。

723. Moggridge（1969，第32页）。

724. Friedman and Schwartz（1963，第315页）。

725. Bagehot（1873，第56页）。

726. Bagehot（1873，第56页）。

727. Bagehot（1873，第56页）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

728. Meltzer（2003，第348页）。

729. Federal Reserve Bulletin（Washington，D.C.），1931年。

730. Federal Reserve Bulletin（Washington，D.C.），1931年和1932年。

731. 参见Friedman and Schwartz（1963，第713页）。他们认为（第318页注释19）从1931年8月到1932年1月的货币存量下降是美国货币史上可比时期内跌幅第二大的。

732. Lindsey，Orphanides and Rasche in Federal Reserve Bank of St.Louis Review，2005，第187页及以后各页。

733. Neely（2003）。

734. Taylor（2002，第8页）。

735. Meltzer in Federal Reserve Bank of St.Louis Review，2005，第167页。

736. Federal Reserve Bank of St.Louis Review，2005，第306页。

737. Lippmann（1927，第116页）。

738. Lippmann，第113页。

739. 《华尔街日报》，1914年8月8日第4版。

740. 《纽约时报》，1914年8月26日第11版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致谢

历史研究需要满腔热忱且关注细节的人为其助一臂之力。我非常感谢我的研究助理Yang Lu、Steven M.Pawliczek和Josh Sullivan帮助我收集数据和档案材料。他们欣然迁就了我的诸多要求，在同一文档中反复查询。美国国会图书馆的Bruce Kirby、摩根大通的Nancy Paley和纽约证券交易所的Steven Wheeler不辞辛劳地提供了原始资料。如果没有他们的热情帮助就不可能完成本书。

在本书的撰写过程中，我“强迫”很多同事和朋友接受了阅读文稿的任务。Adam Brandenberger、Allan Meltzer、Anna Schwartz、Thomas Sargent、Joachim Voth、Paul Wachtel和Eugene White读过手稿后给出很多深思熟虑的评论。我要特别感谢他们给我的便笺上密密麻麻写满了评论。编撰出精彩的货币和银行业新编教材的Steve Cecchetti一口气读完了全书，并提出精辟的建议，这些建议使我受益匪浅。我写完每一章的初稿都会力邀Dick Sylla阅读。他从研究亚历山大·汉密尔顿（Alexander Hamilton）的繁忙工作中挤出时间鼓励我，提出建议，并在语法和历史知识上给我指导。Niall Ferguson阅读手稿时就像是在读自己的呕心沥血之作。他从专业史学家的角度解读了我的本意。我非常感谢他为我树立了行为榜样。我的朋友David Weisbrot，一位杰出的生物学家，从他那一贯的学术好奇心出发做出了评论。他的建议我会永记在心。Kenneth Garbade反复逐句阅读，强迫我一一清除掉每个论点中不清晰的逻辑。他的标准严苛之极，要不是有着三十多年的友情，我几乎无法确认这代表着他对我的深情厚谊。在我们一生的合作中，他所给予我的远远超过了我的付出。

本书采用的谈话式文风受益于阐述大师、已故合著者兼我的朋友和导师Larry Ritter多年的训练。如果他还能对本书提出评论，那么书中的遣词造句一定会更加清晰明了。普林斯顿大学出版社主任兼本书编辑Peter Dougherty从书中挑出一些疏漏之处。我的妻子Lillian也做了类似工作。她阅读了所有章节，删掉了她能找出来的所有不妥的比喻（她完成终审后我又悄悄把一些塞了回去）。文中尚存的错误表明我没打算完全克制自己的顽固和执拗。